

建筑建材

2013 年 09 月 01 日

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

报告原因：有业绩公布需要点评

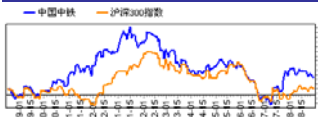
增持

维持

市场数据：	2013 年 08 月 30 日
收盘价（元）	2.66
一年内最高/最低（元）	3.41/2.3
上证指数/深证成指	2098/8203
市净率	0.7
息率（分红/股价）	1.95
流通 A 股市值（百万元）	44223
注：“息率”以最近一年已公布分红计算	

基础数据：	2013 年 06 月 30 日
每股净资产（元）	3.76
资产负债率%	85.06
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)——市政业务推升毛利率》 2013/05/02

《中国中铁(601390)——市政业务占比上升带来毛利率改善》 2013/04/01

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	483,992	5.1	7,355	10.0	0.34	10.8	9.4	7.7	12.0
2013H1	246,790	24.9	3,488	45.9	0.16	9.6			
2013E	551,244	13.9	8,085	9.8	0.38	10.9	9.4	7.0	12.2
2014E	619,232	12.3	8,762	8.4	0.41	10.9	9.2	6.5	11.4
2015E	668,826	8.0	9,245	5.5	0.43	10.9	8.9	6.1	11.2

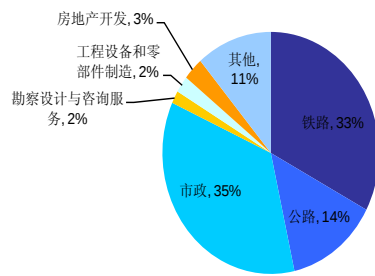
注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE；

投资要点：

- **中报业绩增长 45.9%，高于市场预期：**上半年公司实现营收 2468 亿元，同比增长 24.9%，实现归属于母公司净利润 34.9 亿元，同比增长 45.9%，高于市场预期。二季度单季公司实现营收 1498 亿元，同比增长 25.5%，实现归属于母公司净利润 20.1 亿元，同比增长 36.2%。
- **市政收入较快增长和净利率同比改善是业绩超预期主要原因：**一方面，公司报告期内实现基建收入 2007 亿元，同比增长 24%，其中铁路和市政业务分别同比增长 21%和 39%（其中市政业务中预计城轨增长较快）。另一方面，公司上半年净利率 1.4%，同比增长 0.2 个百分点，主要原因是管理费用率和财务费用率分别同比下降 0.4 和 0.2 个百分点至 3.8%和 1.9%，其中管理费用率下降主要由于养老金计划精算利得抵扣管理费用 1600 万元（扣除该因素后管理费用率 4.5%）。
- **铁路业务毛利率下滑影响整体毛利率，下半年有望逐渐好转：**上半年公司毛利率 9.6%，同比下滑 0.5 个百分点，其中铁路基建业务毛利率仅 6.2%，同比下滑 2 个百分点，主要原因是：（1）上半年承接项目处于建设初期，毛利率较低；（2）铁总尚处成立初期，铁路项目变更索赔滞后。下半年的综合毛利率有望回升，一方面随着铁路项目推进和变更索赔收入到账，铁路毛利率有望逐步提升；另一方面前两年市政订单同比增长 62%和 51%，未来收入结构中高利率较高（10%左右）的市政业务占比有望提升。
- **现金流明显改善：**1H13 实现收现比 86.5%，同比增长 1.5 个百分点，上半年经营性现金净流出 70.9 亿元，较去年同期净流出 157.5 亿改善明显。
- **铁路订单显著恢复，路外订单稳步发展：**上半年新签订单 3677 亿元，同比增长 27%，新签基建订单 2890 亿元，同比增长 44%，其中铁路新签 1053 亿元，占上年全年新签的 84%，同比增长 501%，显著恢复。路外订单稳步发展，其中公路新签 409 亿，同比增长 24%，市政及其他工程新签订单 1428 亿，同比下滑 5%。
- **维持“增持”评级：**在“稳增长”的需要下，铁路基建投资规划存在进一步上调的可能，与受制于地方财力和企业盈利能力的项目投资增速仍在下滑形成鲜明对比的是，铁路基建的投资规模和资金到位情况都有可能超预期，维持对中国中铁“增持”评级，预计中国中铁 13 和 14 年 EPS 分别是 0.38 元/0.41 元，EPS 增速分别是 10%和 8%，对应 PE 分别是 7.0X 和 6.5X。下半年增速下滑的主要原因是由于基数逐渐抬升，下半年铁路基建增速会下滑到-7%，但未来业绩有随铁路投资规划一同上调的可能。

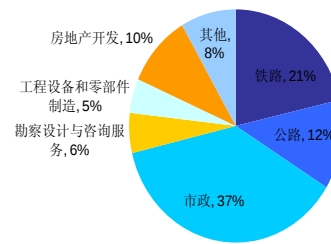
本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的 1%，还可能为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

图 1：上半年收入分布



资料来源：wind，申万研究

图 2：上半年毛利分布



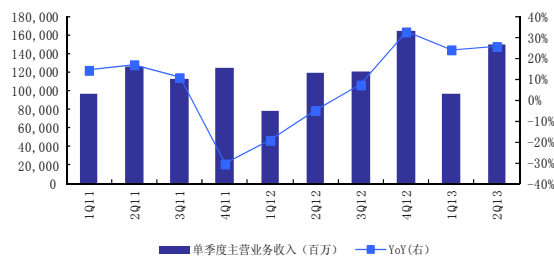
资料来源：wind，申万研究

表 1：上半年铁路业务毛利率下滑较显著

		1H13 毛利率	1H12 毛利率	YoY
基建建设	铁路	8.2%	8.7%	-0.5%
	公路	8.5%	7.2%	1.3%
	市政	10.0%	10.0%	0.0%
	其他	7.0%	7.5%	-0.5%
勘察设计与咨询服务		31.1%	28.7%	2.4%
工程设备和零部件制造		20.0%	24.1%	-4.0%
房地产开发		31.1%	34.7%	-3.6%
其他		7.0%	7.5%	-0.5%
合计		9.4%	9.8%	-0.4%

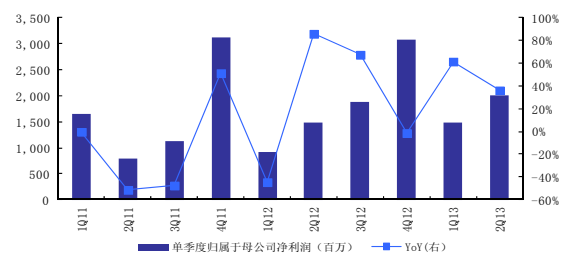
资料来源：wind，申万研究

图 3：单季度收入 1498 亿，同比增长 25.5%



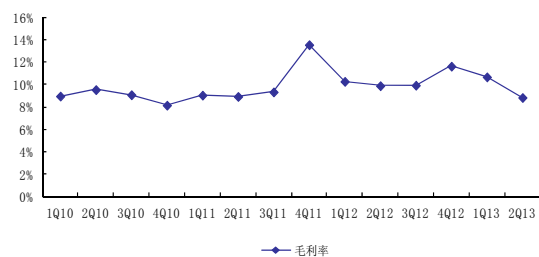
资料来源：wind，申万研究

图 4：单季度净利润 20.1 亿，同比增长 36.2%



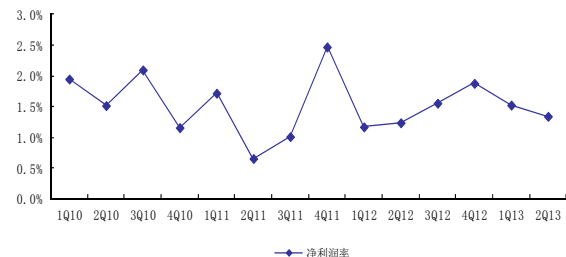
资料来源：wind，申万研究

图 5：单季度毛利率 8.8%，同比下滑 1.0%



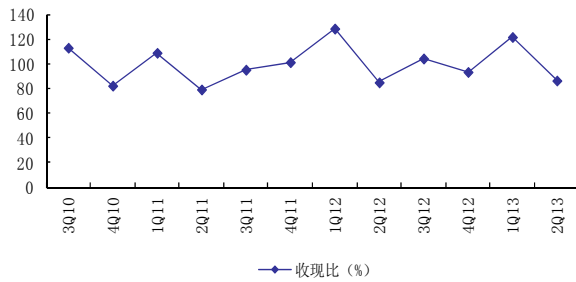
资料来源：wind，申万研究

图 6：单季度净利率 1.3%，同比增长 0.1%



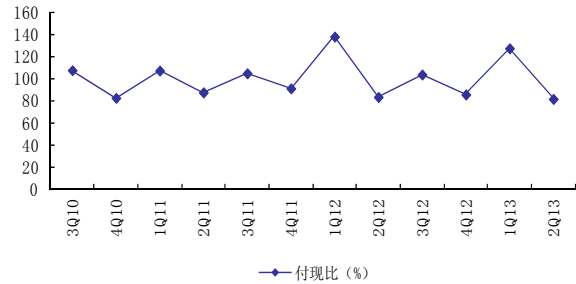
资料来源：wind，申万研究

图 7：单季度收现比 86.5%，同比增长 1.5%



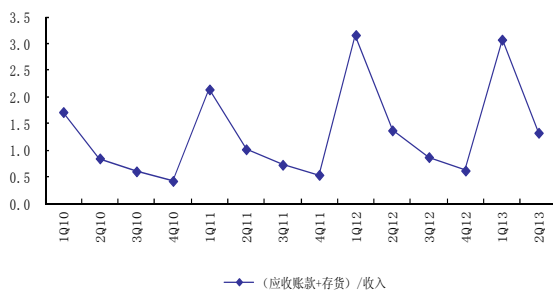
资料来源：wind，申万研究

图 8：单季度付现比 81.4%，同比下滑 1.8%



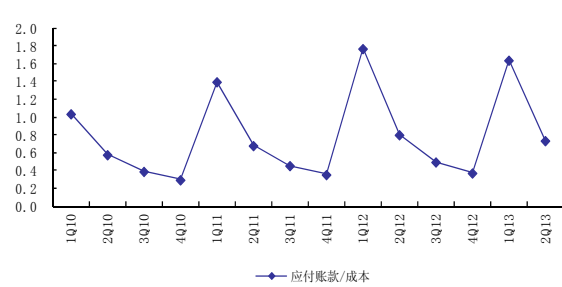
资料来源：wind，申万研究

图 9：（应收账款+存货）/收入 1.33，同比下滑 0.04



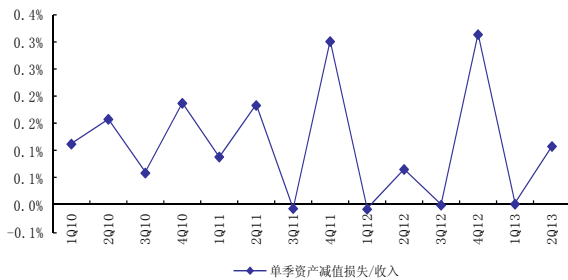
资料来源：wind，申万研究

图 10：应付账款/成本 0.73，同比下滑 0.07



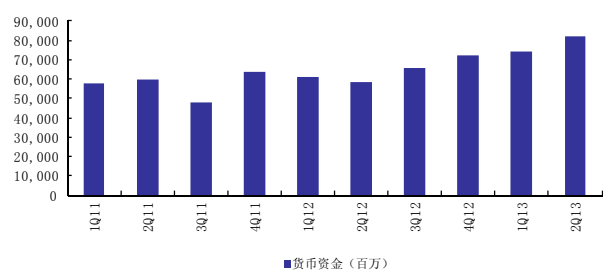
资料来源：wind，申万研究

图 11：单季度资产减值损失/收入 0.1%，同比持平



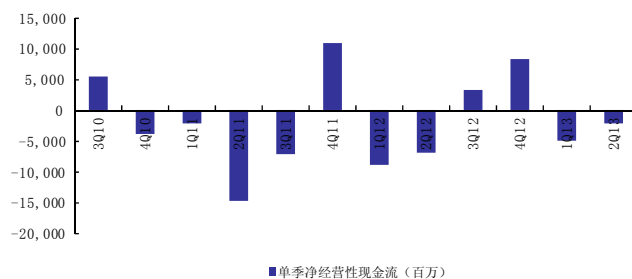
资料来源：wind，申万研究

图 12：货币资金 823 亿



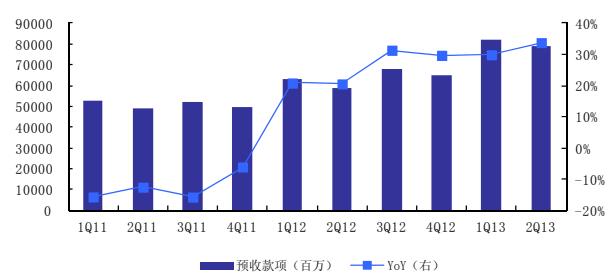
资料来源：wind，申万研究

图 13：单季经营性现金净流出 21 亿，同比改善 69%



资料来源：wind，申万研究

图 14：预收款 789 亿，同比增长 34%



资料来源：wind，申万研究

表 2: 单季指标分析

单季度, 百万	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13
营业收入	97,113	125,416	112,893	123,914	78,294	119,310	121,006	164,078	97,018	149,773
同比	14.3%	16.6%	10.6%	-30.5%	-19.4%	-4.9%	7.2%	32.4%	23.9%	25.5%
环比	-46%	29%	-10%	10%	-37%	52%	1%	36%	-41%	54%
营业成本	88,327	114,216	102,352	107,138	70,252	107,511	108,988	145,003	86,662	136,533
同比	14.2%	17.4%	10.3%	-34.6%	-20.5%	-5.9%	6.5%	35.3%	23.4%	27.0%
环比	-46.1%	29.3%	-10.4%	4.7%	-34.4%	53.0%	1.4%	33.0%	-40.2%	57.5%
毛利率	9.0%	8.9%	9.3%	13.5%	10.3%	9.9%	9.9%	11.6%	10.7%	8.8%
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
营业税金率	3.1%	3.3%	2.9%	3.7%	3.0%	3.0%	3.1%	3.3%	3.1%	3.0%
销售费用	305	489	399	620	317	363	549	802	472	538
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%
管理费用	3,157	4,381	4,396	7,192	3,343	4,932	4,657	7,989	4,226	5,182
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%
财务费用	418	923	895	801	1,000	1,170	1,296	1,145	1,103	1,008
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%
资产减值损失	86	230	-6	373	-5	79	1	515	2	162
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%
公允价值变动收益										
投资收益	158	-37	0	-213	-20	96	551	397	22	558
营业利润	2,004	1,059	1,534	3,005	997	1,758	2,324	3,531	1,582	2,437
营业利润率	2.1%	0.8%	1.4%	2.4%	1.3%	1.5%	1.9%	2.2%	1.6%	1.6%
营业外收入	164	66	94	462	68	135	146	734	102	242
营业外支出	27	62	37	85	26	43	37	132	24	32
利润总额	2,142	1,063	1,591	3,382	1,039	1,850	2,433	4,132	1,660	2,648
所得税	413	400	592	957	376	644	594	944	586	870
所得税率	19%	38%	37%	28%	36%	35%	24%	23%	35%	33%
少数股东损益	57	193	22	278	22	128	167	362	85	109
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
同比	1%	-50%	-47%	48%	-45%	80%	65%	1%	61.6%	36.2%
环比	-19%	-51%	39%	169%	-70%	61%	28%	64%	-52%	36%
净利润率	1.7%	0.7%	1.0%	2.47%	1.2%	1.2%	1.6%	1.9%	1.5%	1.3%

资料来源: 申万研究

图 15：2013 净利率增长 0.1 个百分点

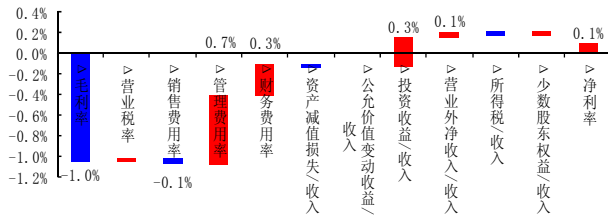
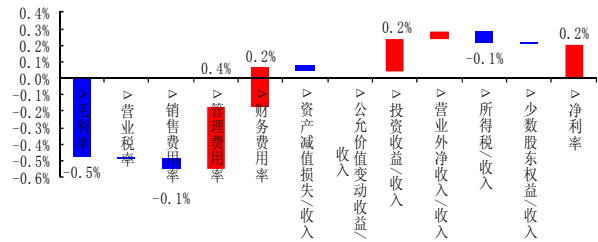


图 16：1H13 净利率增长 0.2 个百分点



资料来源：wind，申万研究

资料来源：wind，申万研究

表 3：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	551,244	619,232	668,826
二、营业总成本	464,549	451,646	475,111	540,604	607,522	656,661
其中：营业成本	431,204	412,033	431,754	491,125	551,739	596,080
营业税金及附加	14,817	14,948	15,198	17,310	19,444	21,001
销售费用	1,443	1,813	2,031	2,260	2,539	2,742
管理费用	15,033	19,126	20,920	22,877	25,079	27,087
财务费用	1,386	3,037	4,611	6,426	8,101	9,101
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	11,199	12,167	12,792
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	11,801	12,841	13,499
减：所得税	2,213	2,361	2,557	2,971	3,271	3,401
五、净利润	8,210	7,240	8,033	8,830	9,570	10,098
少数股东损益	813	550	679	745	808	852
归属于母公司所有者的净利润	7,397	6,690	7,355	8,085	8,762	9,245
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。