

**证券研究报告—动态报告/公司快评**
**建筑装饰**
**建筑施工**
**中国中铁 (601390)**

重大事件快评

**买入**

(维持评级)

2018 年 11 月 20 日

# 控股股东增持彰显信心, 受益于基建补短板加速落地

证券分析师: 周松

021-60875163

zhousong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518030001

联系人: 江剑

021-60933161

jiangjian@guosen.com.cn

## 事项:

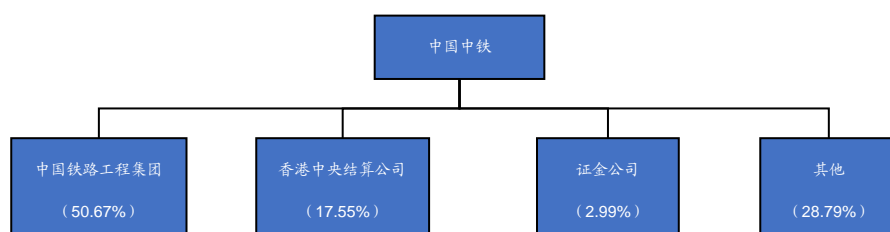
公司公告控股股东拟增持公司股份。公司控股股东中国铁路工程集团有限公司拟于 2018 年 11 月 20 日起的 6 个月内, 采用自有资金以集中竞价交易、大宗交易及协议转让等方式增持公司股份, 累计增持不低于公司已发行 A 股股份总数的 0.1%, 并不超过公司已发行 A 股股份总数的 1%, 且本次增持不设定价格区间。

## 评论:

### ■ 控股股东增持力度空前, 彰显长期发展信心

截至三季度末, 公司控股股东中铁工的持股比例为 50.67% (其中 A 股占比约 49.95%, H 股占比约 0.72%)。公司控股股东上一次增持要追溯到 2015 年, 当时中铁工共增持 150 万股, 约占 A 股发行总股本的 0.007%, 对应市值约 1993.5 万。本次增持规模比 2015 年要大得多, 如果以最高增持比例 1% 计算, 当前股价对应的增持市值将达到 17.25 亿。如此大规模的增持彰显了控股股东对公司长期发展的信心, 有利于维护资本市场和公司股价的稳定。

图 1: 公司目前的股权结构



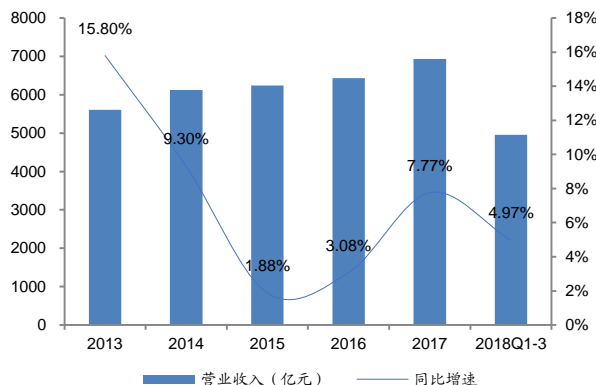
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

### ■ 前三季度净利润增长 18.20%, 业绩符合预期

2017 年公司完成营业收入 6933.67 亿元, 同比增长 7.77%; 实现归母净利润 160.67 亿元, 同比增长 28.40%。

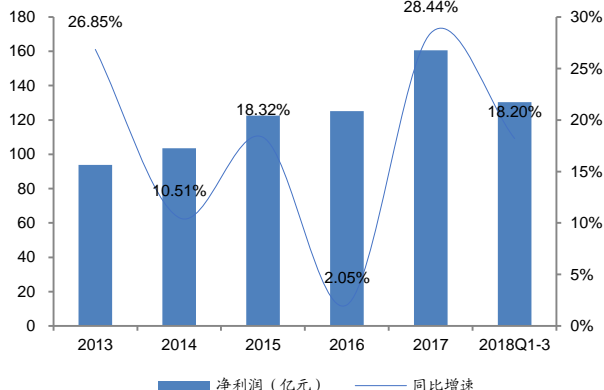
2018 年前三季度公司实现营业收入 4957.68 亿, 同比增长 4.97%; 实现归属于上市公司股东的净利润 130.45 亿, 同比增长 18.20%, 业绩符合预期。

图 2: 公司 2018Q1-3 营收同比增长 4.97%



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 公司 2018Q1-3 净利润同比增长 18.20%

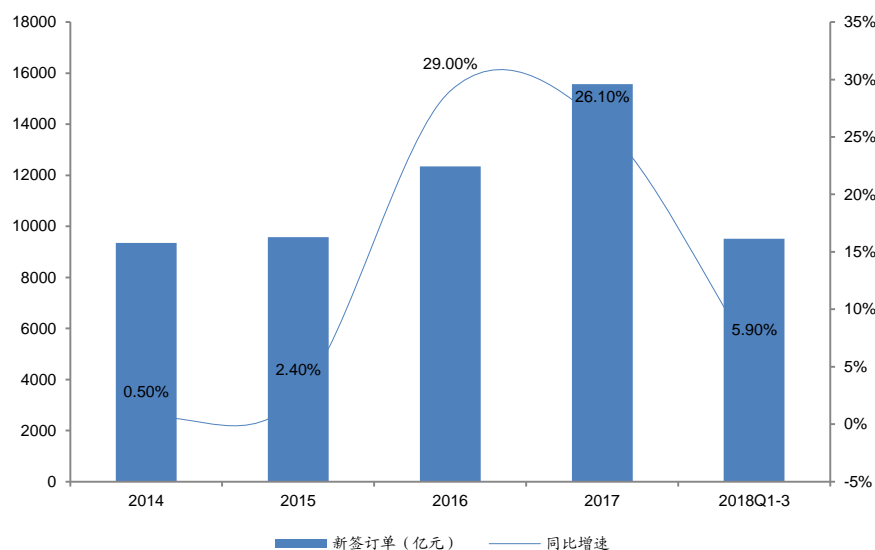


资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

## ■ 订单增长有所放缓，在手订单充足

2017 年，公司新签订单 15568.6 亿元，同比增长 26.10%；今年受到降杠杆、基建投资整体下滑等影响，订单增速有所回落，前三季度新签订单 9513 亿元，同比增长 5.90%。截至三季度末公司在手的未完成合同有 28387.3 亿，收入保障比达到 4.2 倍。

图 4: 公司前三季度新签订单同比增长 5.90%

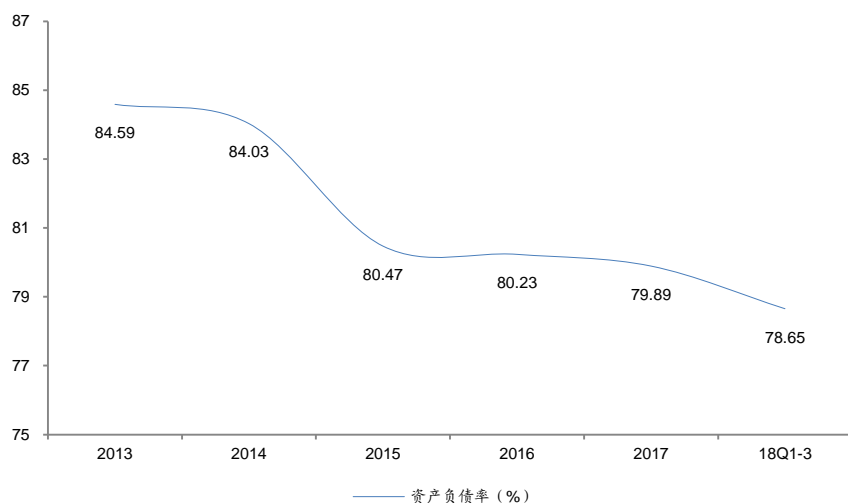


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

## ■ 债转股降杠杆效果显著，偿债能力持续提升

公司今年通过引入中国国新等 9 家投资机构实施市场化债转股，截至三季度末公司的资产负债率为 78.65%，相比年初下降 1.24pct，债转股后降杠杆效果显著。这也是建筑央企中第一单“债转股”，为建筑行业去杠杆提供了一个新的标杆模式，极大改善了公司的资本结构，利好公司未来的业务扩张和转型升级。

图 5: 公司的偿债能力持续提升

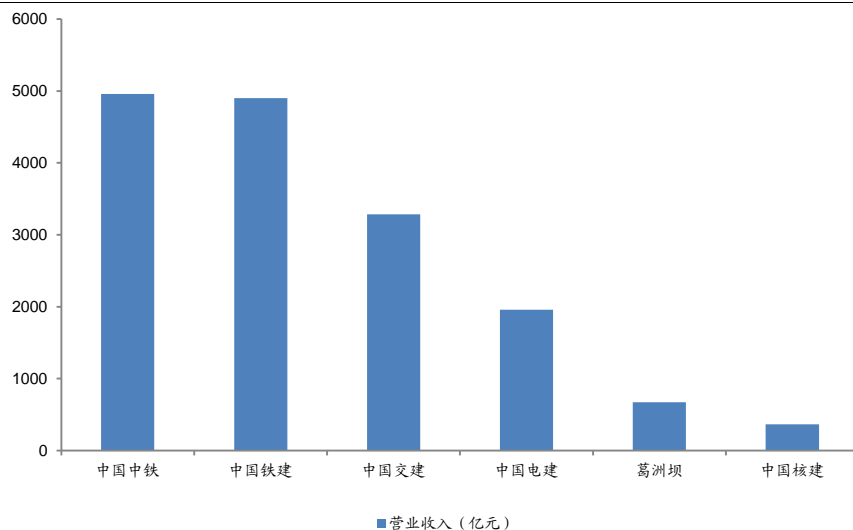


资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

#### ■ 稳居基建央企龙头，有望受益基建补短板加速落地

公司前三季度的营收规模在基建板块中排名第一，稳居基建央企龙头地位。

图 6: 今年前三季度主要基建央企的收入情况



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

进入四季度后基建补短板进入加速阶段，近期国办向各级地方政府及部门下发了基建补短板的具体指导意见，铁路投资率先发力，川藏铁路雅安至林芝段、渝湘高铁重庆至黔江段、上海经苏州至湖州铁路等重大工程项目相继获批。公司在铁路建设市场的占有率长期位居第一，未来有望继续受益铁路投资回暖。

**表 1：下半年获批的重大铁路工程项目**

时间	项目	总投资（亿元）
7 月 2 日	包头至银川铁路银川至惠农段	128.7
8 月 15 日	江苏南沿江城际铁路	503.01
9 月 10 日	川藏铁路雅安至林芝段（预可研）	2000
10 月 8 日	上海经苏州至湖州铁路	367.95
10 月 23 日	渝湘高铁重庆至黔江段	535
10 月 23 日	盐城至南通铁路	262.8

资料来源：发改委，国信证券经济研究所整理

## ■ 盈利预测

我们将公司各业务进行分拆，具体每项的预测如下。

核心假设：

- （1）传统的核心业务基建建设市场份额稳定，保持稳健增长；
- （2）房地产及勘察设计业务毛利率维持较高水平并趋于稳定；
- （3）投资运营等其他新业务市场开拓较为顺利；

**表 2：公司业务收入拆分（亿元）**

收入预测	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>基建建设</b>					
收入	5,514.86	5,965.81	6562.39	7153.01	7796.78
增长率	3.08%	8.18%	10.00%	9.00%	9.00%
毛利率	6.59%	7.23%	7.05%	7.05%	7.05%
<b>房地产</b>					
收入	325.83	303.52	327.80	350.75	375.30
增长率	12.85%	-6.85%	8.00%	7.00%	7.00%
毛利率	26.51%	24.49%	24.00%	24.50%	24.50%
<b>制造</b>					
收入	123.15	136.26	149.89	164.87	179.71
增长率	-5.69%	10.65%	10.00%	10.00%	9.00%
毛利率	22.34%	21.55%	21.00%	21.00%	21.00%
<b>勘察设计</b>					
收入	116.15	129.71	145.28	162.71	180.61
增长率	14.77%	11.67%	12.00%	12.00%	11.00%
毛利率	30.17%	29.84%	31.00%	31.00%	31.00%
<b>其他</b>					
收入	353.58	398.38	442.20	490.84	542.38
增长率	-4.56%	12.67%	11.00%	11.00%	10.50%
毛利率	21.50%	25.70%	24.50%	24.50%	24.50%
<b>合计</b>					
收入	6,433.57	6,933.68	7,627.56	8,322.18	9,074.78
增长率	3.08%	7.77%	10.01%	9.11%	9.04%
毛利率	9.15%	9.75%	9.52%	9.56%	9.57%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所分析师归纳整理及预测

根据公司的业务和订单情况，预计公司 2018-2020 年净利润分别 191.45/218.07/246.13 亿元，分别同比增长 19.2%/13.9%/12.9%，对应的 EPS 为 0.84/0.95/1.08 元，PE 分别为 9.0/7.9/7.0 倍。

盈利预测和财务指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	643,357	693,367	762,754	832,216	907,476
(+/-%)	3.1%	7.8%	10.0%	9.1%	9.0%
净利润(百万元)	12509	16067	19144.97	21807.49	24612.83
(+/-%)	2.1%	28.4%	19.2%	13.9%	12.9%
摊薄每股收益(元)	0.55	0.70	0.84	0.95	1.08
EBIT Margin	3.3%	4.4%	4.1%	4.2%	4.2%
净资产收益率(ROE)	8.9%	10.3%	12.1%	13.6%	15.0%
市盈率 PE	13.8	10.7	9.0	7.9	7.0
EV/EBITDA	26.0	21.4	22.2	21.2	20.6
市净率(PB)	1.23	1.11	1.09	1.07	1.05

来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## ■ 估值与投资建议

### 可比公司估值

中国中铁的同业可比公司主要是基建板块的龙头企业，根据 wind 一致预期数据，同行业可比公司 2018 年市盈率估值均值为 13.78 倍，我们预测公司对应的估值为 9.00 倍，低于行业估值中枢水平。

表 3：行业同类公司估值比较（截至 2018 年 11 月 19 日）

公司代码	公司名称	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EPS 2018E	PE 2018E	投资评级
601669.SH	中国电建	4.88	746.59	0.53	9.30	无评级
601611.SH	中国核建	7.52	197.40	0.37	20.26	无评级
002061.SZ	浙江交科	11.49	158.06	1.00	11.51	无评级
000498.SZ	山东路桥	5.34	59.82	0.54	9.95	无评级
002060.SZ	粤水电	3.01	36.19	0.17	18.00	无评级
600853.SH	龙建股份	3.90	25.12	0.29	13.67	无评级
	平均	6.02	203.86	0.48	13.78	--
601390.SH	中国中铁	7.55	1724.74	0.84	9.00	买入

资料来源：wind 一致预期、国信证券经济研究所分析师整理预测（除中国中铁外其他可比公司数据均来自于 wind 一致预期）

### 投资评级与建议

公司为基建央企龙头，Q3 业绩符合预期，订单充沛收入保障高，债转股后降杠杆效果显著；四季度基建补短板力度逐渐增强，多项重大铁路工程相继获批，公司有望受益铁路投资回暖。本次控股股东增持力度空前，彰显了长期发展的信心。我们预计公司 2018-2020 年 EPS 为 0.84/0.95/1.08 元，PE 分别为 9.0/7.9/7.0 倍。维持“买入”评级。

## ■ 风险提示

应收账款坏账风险，基建投资放缓等。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	130392	118398	118398	118398
应收款项	227022	249741	272485	297126
存货净额	242463	268142	292396	318863
其他流动资产	48153	52972	57796	63022
<b>流动资产合计</b>	<b>660084</b>	<b>701306</b>	<b>753128</b>	<b>809463</b>
固定资产	59380	55075	51002	46476
无形资产及其他	50766	48735	46705	44674
投资性房地产	52688	52688	52688	52688
长期股权投资	21166	26034	30902	35771
<b>资产总计</b>	<b>844084</b>	<b>883839</b>	<b>934426</b>	<b>989072</b>
短期借款及交易性金融负债	82169	80769	80483	79498
应付款项	336388	372014	405664	442384
其他流动负债	163159	166865	181963	198433
<b>流动负债合计</b>	<b>581716</b>	<b>619648</b>	<b>668110</b>	<b>720315</b>
长期借款及应付债券	83556	83556	83556	83556
其他长期负债	9092	8753	8414	8075
<b>长期负债合计</b>	<b>92648</b>	<b>92308</b>	<b>91969</b>	<b>91630</b>
<b>负债合计</b>	<b>674364</b>	<b>711956</b>	<b>760080</b>	<b>811945</b>
少数股东权益	14339	14055	13732	13367
股东权益	155381	157827	160614	163759
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>844084</b>	<b>883839</b>	<b>934426</b>	<b>989072</b>

关键财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	0.70	0.84	0.95	1.08
每股红利	0.47	0.73	0.83	0.94
每股净资产	6.80	6.91	7.03	7.17
ROIC	8%	8%	9%	10%
ROE	10%	12%	14%	15%
毛利率	10%	10%	10%	10%
EBIT Margin	4%	4%	4%	4%
EBITDA Margin	6%	5%	5%	5%
收入增长	8%	10%	9%	9%
净利润增长率	28%	19%	14%	13%
资产负债率	82%	82%	83%	83%
息率	6.3%	9.7%	11.0%	12.4%
P/E	10.7	9.0	7.9	7.0
P/B	1.1	1.1	1.1	1.1
EV/EBITDA	21.4	22.2	21.2	20.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>693367</b>	<b>762754</b>	<b>832216</b>	<b>907476</b>
营业成本	625258	690137	752662	820653
营业税金及附加	4643	5108	5573	6077
销售费用	2854	3139	3425	3735
管理费用	29974	33162	35997	39069
财务费用	3538	4435	4547	4518
投资收益	1614	1319	1319	1319
资产减值及公允价值变动	(9196)	(5526)	(5526)	(5526)
其他收入	(270)	0	0	0
营业利润	19248	22565	25803	29216
营业外净收支	296	723	723	723
<b>利润总额</b>	<b>19544</b>	<b>23288</b>	<b>26526</b>	<b>29939</b>
所得税费用	5340	6363	7248	8180
少数股东损益	(1863)	(2220)	(2529)	(2854)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>16067</b>	<b>19145</b>	<b>21807</b>	<b>24613</b>

现金流量表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
<b>净利润</b>	<b>16067</b>	<b>19145</b>	<b>21807</b>	<b>24613</b>
资产减值准备	5365	163	(756)	(823)
折旧摊销	8881	8632	9333	9854
公允价值变动损失	9196	5526	5526	5526
财务费用	3538	4435	4547	4518
营运资本变动	8793	(14047)	(4168)	(4308)
其它	(5977)	(447)	432	459
<b>经营活动现金流</b>	<b>42324</b>	<b>18973</b>	<b>32175</b>	<b>35321</b>
资本开支	(8120)	(8000)	(8000)	(8000)
其它投资现金流	(4381)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(22021)</b>	<b>(12868)</b>	<b>(12868)</b>	<b>(12868)</b>
权益性融资	9685	0	0	0
负债净变化	(6016)	0	0	0
支付股利、利息	(10788)	(16699)	(19021)	(21468)
其它融资现金流	9927	(1400)	(286)	(985)
<b>融资活动现金流</b>	<b>(13995)</b>	<b>(18098)</b>	<b>(19307)</b>	<b>(22453)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>6308</b>	<b>(11994)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
货币资金的期初余额	124085	130392	118398	118398
货币资金的期末余额	130392	118398	118398	118398
企业自由现金流	31821	9265	22280	25121
权益自由现金流	35732	4642	18689	20852

## 相关研究报告

《中国中铁（601390.SH）2018 年中报点评：基建龙头，业绩超预期，央企债转股落地》——2018-09-03

《中国中铁（601390.SH）深度报告：基建龙头，纵深一体强主业，相关多元创增量》——2018-09-17

《中国中铁（601390.SH）2018 年三季报点评：业绩符合预期，债转股降杠杆效果显著》——2018-11-02

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编: 200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编: 100032