

中国中铁 (601390)

在手订单充足，毛利提升助力基建龙头业绩持续增长

公司 2018 年前三季度实现营业收入 4934.25 亿元，同增 4.92%；实现归母净利润 130.45 亿元，同增 18.20%。点评如下：

在手订单储备充足，营业收入稳步增长，毛利率上升

公司前三季度新签合同 9513 亿元，同增 5.9%，其中公路新签 1406.1 亿元，同降 19.8%；市政新签 4951.3 亿元，同增 12.6%；铁路新签 1342.6 亿元，同降 5.9%；房地产新签 364.3 亿元，同增 50.8%。受 PPP 业务规范管理与资管新规的影响，公司三季度基建建设业务累计新签合同额中包含新签基础设施投资项目（PPP、BOT 等）共 1000.8 亿元，同比下降 52.43%。公司在手订单充足，截至三季度末，公司未完成合同额 28387.3 亿元，较上年末增长 10.4%，约为 2017 年营收的 4 倍。公司在手订单储备充足，未来业绩具备充分保障。

公司前三季度实现营收 4934.25 亿元，同增 4.92%，增速较前两个季度没有太大变化。由于公司经营效率的提升及各类业务板块的良好布局，前三季度毛利率提升 0.69 个百分点至 9.81%。

费用率提升、投资收益增加，净利润增速快于收入增速

包含研发费用在内的期间费用率同比增长 0.64 个百分点至 5.86%，其中销售费用率同比增长 0.03 个百分点至 0.45%。研发费用重分类使得管理费用率同比下降 1.23 个百分点至 3.04%，实际上管理费用率有所提升；财务费用率同比增长 0.25 个百分点至 0.78%；研发费用率为 1.59%。前三季度投资收益 20.11 亿元，而上年同期 4.91 亿，主要由于联营企业和合营企业产生较多投资收益。综合来看，公司前三季度净利率为 2.67%，较去年同期增长 0.31 个百分点；归母净利润 130.45 亿元，同增 18.20%。毛利率提升促进了净利润的持续增长。

收现比增长，资产负债率下降助力稳步安全发展

报告期内公司收现比 1.13，同增 13.33 个百分点；购买商品、提供劳务流出的现金同增 28%，导致付现比同增 22.05 个百分点至 1.18。综合起来，经营性现金流净额为 -326.80 亿元，与去年同期相比减少 174.34 亿元。截至 2018 年三季度末，公司市场化债转股项目工作稳步推进，已使用债转股实施机构现金增资资金完成了 4 家标的公司的银行贷款偿还工作，公司资产负债率由去年同期的 79.18% 下降至 78.65%。

投资建议

公司在手订单充足，业绩增长稳定，毛利率持续提升。作为基建行业龙头，有望受益于下半年基建政策宽松带来的行业机遇。我们预计公司 2018-2020 年 EPS 为 0.81、0.91、1.02 元/股，对应 PE 为 9.4、8.4、7.5 倍，维持“买入”评级。维持 9.5 元目标价。

风险提示：固定资产投资增速快速下滑，公司项目推进不达预期

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	643,357.32	693,366.51	738,023.10	778,796.85	836,046.93
增长率(%)	3.08	7.77	6.44	5.52	7.35
EBITDA(百万元)	27,351.02	31,936.52	38,199.01	42,393.75	45,846.79
净利润(百万元)	12,509.17	16,066.83	18,557.77	20,849.01	23,280.31
增长率(%)	2.05	28.44	15.50	12.35	11.66
EPS(元/股)	0.55	0.70	0.81	0.91	1.02
市盈率(P/E)	13.97	10.88	9.42	8.38	7.51
市净率(P/B)	1.25	1.12	1.09	0.97	0.86
市销率(P/S)	0.27	0.25	0.24	0.22	0.21
EV/EBITDA	7.48	5.56	4.61	3.49	3.37

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告
2018 年 11 月 04 日

投资评级

行业	建筑装饰/基础建设
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	7.65 元
目标价格	9.5 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	18,636.91
流通 A 股股本(百万股)	18,328.03
A 股总市值(百万元)	142,572.37
流通 A 股市值(百万元)	140,209.44
每股净资产(元)	6.87
资产负债率(%)	78.65
一年内最高/最低(元)	9.20/6.88

作者

唐笑	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030004	
tangx@tfzq.com	
岳恒宇	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040005	
yuehengyu@tfzq.com	
肖文劲	联系人
xiaowenjin@tfzq.com	
陈航杰	联系人
chenhangjie@tfzq.com	

股价走势



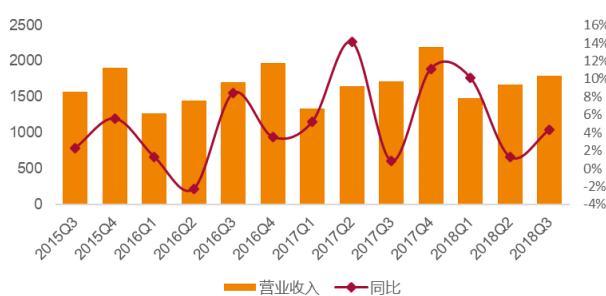
资料来源：贝格数据

相关报告

- 《中国中铁-半年报点评:毛利率提升，投资收益增加致利润快速增长》
2018-08-31
- 《中国中铁-年报点评报告:基建龙头订单持续高速增长，毛利率增长下公司业绩显著提升》
2018-04-01
- 《中国中铁-季报点评:新签订单情况良好，有望持续受益轨交建设》
2017-10-31

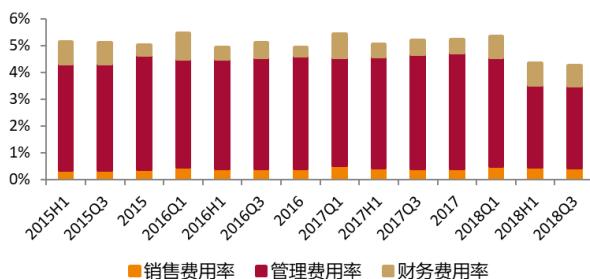


图 1：营业收入及增速（单季，亿元）



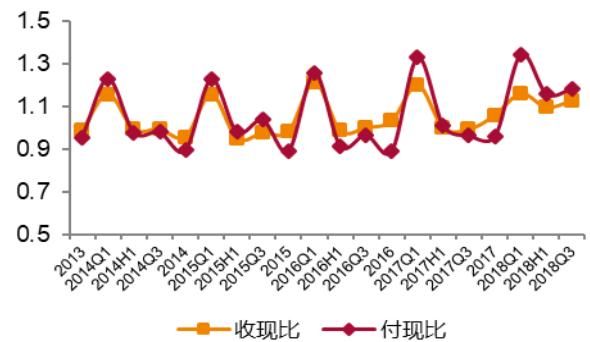
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：三项费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：收付现比



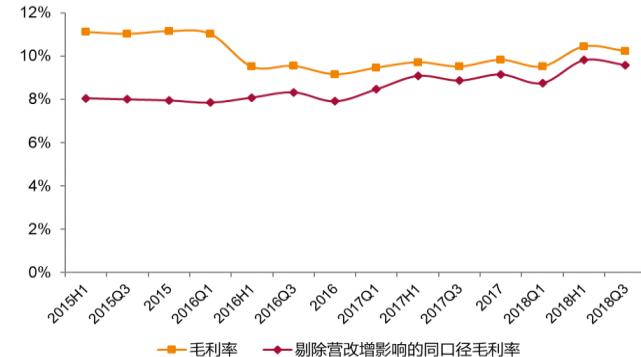
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：公司新签订单（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：毛利率及剔除营改增后毛利率



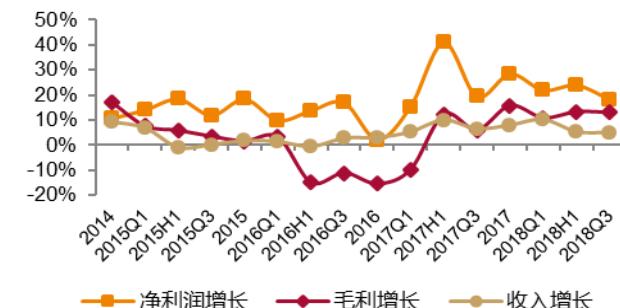
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：经营性现金流（百万元）



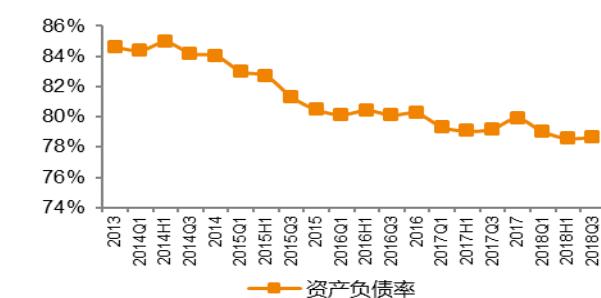
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：净利润、毛利及收入增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：资产负债率



资料来源：Wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	124,084.54	130,392.40	110,703.47	116,819.53	125,407.04	营业收入	643,357.32	693,366.51	738,023.10	778,796.85	836,046.93
应收账款	177,180.81	202,227.55	195,484.90	219,873.42	221,373.57	营业成本	584,495.43	625,258.02	664,003.12	700,542.13	751,812.48
预付账款	43,531.40	29,181.93	48,927.72	34,564.57	56,192.12	营业税金及附加	8,001.86	4,643.31	4,942.37	5,215.42	5,598.81
存货	224,804.40	242,463.09	253,759.37	269,769.40	292,074.70	营业费用	2,560.46	2,853.84	3,037.64	3,205.46	3,441.10
其他	25,307.34	55,818.88	33,442.85	50,094.95	40,941.23	管理费用	27,078.21	29,973.77	31,904.25	33,666.87	36,141.75
流动资产合计	594,908.49	660,083.86	642,318.30	691,121.87	735,988.65	财务费用	2,143.94	3,537.92	3,544.87	3,386.02	2,586.59
长期股权投资	11,645.05	21,165.80	25,165.80	30,165.80	36,165.80	资产减值损失	3,879.51	9,244.59	4,600.00	5,060.00	5,464.80
固定资产	48,767.03	52,376.77	51,531.94	50,811.55	48,865.80	公允价值变动收益	(31.61)	48.99	(1,809.65)	293.34	407.66
在建工程	5,741.11	6,944.64	4,466.78	2,980.07	2,388.04	投资净收益	1,386.29	1,613.55	1,936.26	1,549.01	1,549.01
无形资产	51,763.47	50,766.02	50,075.37	49,352.06	48,596.09	其他	(2,591.22)	(3,055.12)	(253.22)	(3,684.70)	(3,913.33)
其他	41,684.13	52,746.44	46,967.38	48,585.74	51,016.52	营业利润	16,434.44	19,247.63	26,117.47	29,563.30	32,958.06
非流动资产合计	159,600.78	183,999.67	178,207.28	181,895.22	187,032.26	营业外收入	1,778.42	766.11	766.11	842.72	926.99
资产总计	754,509.27	844,083.53	820,525.58	873,017.10	923,020.91	营业外支出	540.47	470.18	559.02	523.23	517.48
短期借款	56,183.72	54,469.63	65,102.14	64,412.30	76,978.79	利润总额	17,672.39	19,543.56	26,324.55	29,882.79	33,367.57
应付账款	313,395.51	337,362.96	345,750.91	365,469.89	387,973.70	所得税	4,969.65	5,340.02	7,192.83	8,165.08	9,117.25
其他	137,024.43	189,883.68	165,972.01	195,177.76	183,057.28	净利润	12,702.74	14,203.54	19,131.72	21,717.72	24,250.33
流动负债合计	506,603.66	581,716.28	576,825.07	625,059.94	648,009.77	少数股东损益	193.57	(1,863.29)	573.95	868.71	970.01
长期借款	59,038.86	53,022.54	17,333.87	0.00	2,796.20	归属于母公司净利润	12,509.17	16,066.83	18,557.77	20,849.01	23,280.31
应付债券	32,322.22	30,533.04	31,007.55	31,287.60	30,942.73	每股收益(元)	0.55	0.70	0.81	0.91	1.02
其他	7,385.34	9,092.06	8,849.58	8,442.33	8,794.65						
非流动负债合计	98,746.41	92,647.63	57,191.00	39,729.93	42,533.58						
负债合计	605,350.07	674,363.91	634,016.07	664,789.87	690,543.35						
少数股东权益	8,825.39	14,339.00	26,509.95	27,378.66	28,348.67						
股本	22,844.30	22,844.30	22,844.30	22,844.30	22,844.30						
资本公积	41,410.96	44,057.92	44,057.92	44,057.92	44,057.92						
留存收益	103,450.67	118,597.49	137,155.26	158,004.27	181,284.58						
其他	(27,372.11)	(30,119.10)	(44,057.92)	(44,057.92)	(44,057.92)						
股东权益合计	149,159.20	169,719.62	186,509.51	208,227.23	232,477.55						
负债和股东权益总	754,509.27	844,083.53	820,525.58	873,017.10	923,020.91						
现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	12,702.74	14,203.54	18,557.77	20,849.01	23,280.31	成长能力					
折旧摊销	8,796.01	9,066.85	8,536.68	9,444.43	10,302.14	营业收入	3.08%	7.77%	6.44%	5.52%	7.35%
财务费用	4,070.90	3,427.45	3,544.87	3,386.02	2,586.59	营业利润	4.87%	17.12%	35.69%	13.19%	11.48%
投资损失	(1,386.29)	(1,613.55)	(1,936.26)	(1,549.01)	(1,549.01)	归属于母公司净利润	2.05%	28.44%	15.50%	12.35%	11.66%
营运资金变动	15,556.90	(10,161.25)	(13,546.10)	8,640.21	(28,407.11)	获利能力					
其它	14,754.89	18,251.02	(1,235.70)	1,162.05	1,377.67	毛利率	9.15%	9.82%	10.03%	10.05%	10.08%
经营活动现金流	54,495.14	33,174.07	13,921.25	41,932.70	7,590.60	净利率	1.94%	2.32%	2.51%	2.68%	2.78%
资本支出	18,558.64	20,447.92	8,742.47	11,907.26	12,647.67	ROE	8.91%	10.34%	11.60%	11.53%	11.40%
长期投资	3,592.18	9,520.75	4,000.00	5,000.00	6,000.00	ROIC	8.32%	11.63%	15.27%	14.83%	16.75%
其他	(39,627.91)	(62,348.25)	(10,664.00)	(31,879.73)	(31,631.75)	偿债能力					
投资活动现金流	(17,477.08)	(32,379.58)	2,078.48	(14,972.47)	(12,984.08)	资产负债率	80.23%	79.89%	77.27%	76.15%	74.81%
债权融资	165,757.77	165,724.84	136,035.99	118,534.92	135,093.41	净负债率	202.78%	185.90%	202.80%	185.99%	184.72%
股权融资	(1,145.38)	(383.85)	(16,989.69)	(2,849.09)	(2,040.57)	流动比率	1.17	1.13	1.11	1.11	1.14
其他	(180,382.53)	(163,793.96)	(154,734.97)	(136,529.99)	(119,071.84)	速动比率	0.73	0.72	0.67	0.67	0.69
筹资活动现金流	(15,770.13)	1,547.02	(35,688.67)	(20,844.17)	13,980.99	营运能力					
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	3.72	3.65	3.71	3.75	3.79
现金净增加额	21,247.92	2,341.52	(19,688.94)	6,116.06	8,587.51	存货周转率	2.73	2.97	2.97	2.98	2.98
						总资产周转率	0.88	0.87	0.89	0.92	0.93
每股指标(元)						每股指标(元)					
						每股收益	0.55	0.70	0.81	0.91	1.02
						每股经营现金流	2.39	1.45	0.61	1.84	0.33
						每股净资产	6.14	6.80	7.00	7.92	8.94
估值比率						估值比率					
						市盈率	13.97	10.88	9.42	8.38	7.51
						市净率	1.25	1.12	1.09	0.97	0.86
						EV/EBITDA	7.48	5.56	4.61	3.49	3.37
						EV/EBIT	10.94	7.70	5.94	4.50	4.35

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号 平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com