

2017年03月31日

中国中铁 (601390.SH)

## 业绩稳健增长，PPP 及海外业务新签订单大幅增加

■**事项：**公司发布 2016 年年度报告，实现营业收入 6433.57 亿元，同比增长 3.01%；实现归属于上市公司股东的净利润 125.09 亿元，同比增长 2.05%，扣非后同比减少 3.23%。实现 EPS 0.52 元。拟每 10 股派红 0.88 元（含税）。

■**全年业绩增速略低于预期，计提资产减值损失影响 Q4 净利润增速：**报告期内公司营收及净利润稳健增长，增速基本符合预期。分季度来看，公司 2016Q1-Q4 分别实现营收同比增速 1.43%、-2.02%、8.47%、3.71%，实现归属于上市公司股东的净利润同比增速 9.76%、16.69%、21.87%、-24.96%，下半年营收增速较快。Q4 出现归属于上市公司股东的净利润同比下降较多主要是由于公司基于审慎性原则计提了资产减值损失 38.79 亿元，主要来自于房地产及资源类业务。

■**境内业务毛利率受营改增影响有所下降，净利润率同比基本持平：**报告期内，公司综合毛利率达到 8.59%，同比降低了 2.13 个 pct。从业务结构来看，基建建设/房地产开发/工程设备和零部件制造/勘察设计服务/其他业务毛利率分别变化-2.37、0.66、0.82、-2.2、-0.59 个 pct，其中基建业务毛利下滑主要是受营改增、原材料价格上涨及项目结算周期的影响，勘察设计业务毛利下滑主要是受劳务费用及外协成本增加的影响，其他业务毛利下滑主要是受高速公路运营业务毛利下降的影响。从地区结构来看，公司境内业务毛利率 9.17%，同比下降 2.11 个 pct，境外业务毛利率 8.15%与 2015 年基本持平。报告期内公司期间费用率为 4.97%，同比微增 0.08 个 pct，销售净利率达到 1.99%，同比提升了 0.09 个 pct。

■**经营性净现金流大幅增加，在手货币资金达到历史最高：**报告期末，公司经营性净现金流为 544.95 亿元，较 2015 年大幅增加 78.33%，自 2013 年以来已连续 4 年实现经营性现金流为正且 CAGR 高达 89.59%，主要得益于清欠工作的有效成果；投资性净现金流为-174.77 亿元，较 2015 年流出增加 19.22 亿元。公司货币资金余额达到 1240.85 亿元，同比增加 23.3%，为上市以来的历史最高。报告期内公司应收账款同比增加 6.74%，占营收比例 21.84%。预收账款同比减少 3.08%，应付账款同比增加 11.85%，存货同比减少 8.9%。有息负债总规模为 1636.9 亿元，同比减少 6.0%。

公司快报

证券研究报告

建筑施工

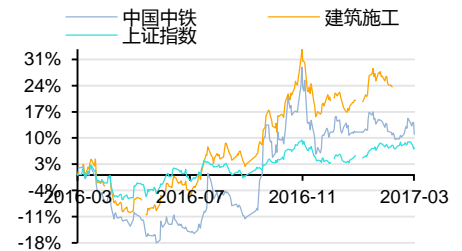
投资评级 **增持-A**  
首次评级

6 个月目标价：**10.25 元**  
股价 (2017-03-31) **8.81 元**

### 交易数据

总市值 (百万元)	201,258.30
流通市值 (百万元)	161,469.96
总股本 (百万股)	22,844.30
流通股本 (百万股)	18,328.03
12 个月价格区间	6.59/10.24 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.25	-4.39	9.47
绝对收益	-2.44	-0.56	16.87

**苏多永** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1450517030005  
sudy@essence.com.cn  
021-35082325

**王鑫** 报告联系人  
wangxin4@essence.com.cn

### 相关报告

■ **新签合同额同比增加 29%，海外业务新签合同额创历史记录：**报告期内公司新签订单 12350 亿元，同比增加 29%，其中海外业务新签合同额 1025 亿元，同比增加 49.6%，占新签订单比例为 8.30%；PPP 项目新签订单 2911.6 亿元，同比增长 593%，占新签订单比例为 23.58%。公司主要基建业务涉及铁路、公路、市政、房建、城市轨道交通、水利水电、港口航道、机场码头等工程领域，经营区域分布于全球 60 多个国家和地区，拥有铁路工程施工总承包特级、公路工程施工总承包特级、市政公用工程施工总承包特级、建筑工程施工总承包特级等多类最高等级资质。公司在国内铁路、城市轨道交通及市政等基建领域市场占有率较高，我们看好公司凭借庞大的国内外新签订单规模及较快的增速带动营业收入及利润的持续增长。

■ **铁路及地下装备制造业务具有优势，资源业务已基本卸下历史包袱。**公司目前是全球最大的道岔和桥梁钢结构制造商，是国内最大、全球第二的盾构研发制造商，还是国内最大铁路专用施工设备制造商。公司已完成工业板块与中铁二局的资产置换，“中铁工业”已成为独立上市公司并在国内地下工程专用装备领域享有较大的技术和市场优势。资源业务方面，公司已正式全面退出煤炭业务，矿产资源开发业务产业结构和产品结构得到优化，随着铜、钴、铅、锌等产品价格的回暖，公司所属的矿产资源开发项目已进入良好运营状态。

■ **投资建议：**我们预计公司 2017 年-2019 年的收入增速分别为 9.9%、8.8%、7.2%，净利润增速分别为 13.7%、20.3%、5.1%，对应 EPS 分别为 0.62、0.75、0.79 元，首次给予增持-A 的投资评级，6 个月目标价为 10.25 元，相当于 2017 年 16.50 的动态市盈率。

■ **风险提示：**宏观经济大幅波动风险，国内基建投资增速下滑风险，PPP 项目执行不达预期风险，海外项目执行不达预期风险，项目回款风险等。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	624,104.1	643,357.3	706,728.0	768,920.1	824,628.2
净利润	12,257.7	12,509.2	14,227.7	17,111.8	17,976.2
每股收益(元)	0.54	0.52	0.62	0.75	0.79
每股净资产(元)	5.72	6.14	5.96	6.66	7.43
<b>盈利和估值</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
市盈率(倍)	16.4	16.1	14.1	11.8	11.2
市净率(倍)	1.5	1.4	1.5	1.3	1.2
净利润率	2.0%	1.9%	2.0%	2.2%	2.2%
净资产收益率	9.4%	8.9%	10.4%	11.2%	10.6%
股息收益率	1.0%	0.0%	0.7%	0.7%	0.6%
ROIC	7.7%	8.3%	14.8%	9.5%	19.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	624,104.1	643,357.3	706,728.0	768,920.1	824,628.2	<b>成长性</b>					
减:营业成本	554,481.5	584,495.4	634,288.4	690,606.1	743,308.5	营业收入增长率	1.9%	3.1%	9.9%	8.8%	7.2%
营业税费	20,001.3	8,001.9	9,540.8	10,611.1	10,922.9	营业利润增长率	5.8%	4.9%	10.8%	19.5%	6.1%
销售费用	2,342.5	2,560.5	2,719.4	2,968.3	3,212.7	净利润增长率	18.3%	2.1%	13.7%	20.3%	5.1%
管理费用	26,621.3	27,078.2	29,898.8	32,563.8	34,839.2	EBITDA 增长率	1.1%	5.6%	33.1%	4.6%	0.6%
财务费用	2,397.2	2,143.9	9,839.2	7,961.1	6,865.3	EBIT 增长率	-2.8%	3.1%	50.0%	5.9%	0.7%
资产减值损失	3,469.4	3,879.5	3,307.6	3,552.2	3,579.8	NOPLAT 增长率	0.9%	2.3%	57.5%	5.9%	0.7%
加:公允价值变动收益	-3.0	-31.6	60.7	-23.9	-4.3	投资资本增长率	-5.5%	-11.2%	64.9%	-51.4%	96.6%
投资和汇兑收益	956.0	1,386.3	1,014.1	1,118.8	1,173.1	净资产增长率	27.8%	7.0%	-2.7%	11.0%	10.9%
<b>营业利润</b>	15,671.0	16,434.4	18,208.6	21,752.4	23,068.5	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	635.6	1,237.9	792.5	888.7	973.0	毛利率	11.2%	9.1%	10.3%	10.2%	9.9%
<b>利润总额</b>	16,306.6	17,672.4	19,001.1	22,641.0	24,041.6	营业利润率	2.5%	2.6%	2.6%	2.8%	2.8%
减:所得税	4,520.5	4,969.6	4,750.3	5,660.3	6,010.4	净利润率	2.0%	1.9%	2.0%	2.2%	2.2%
<b>净利润</b>	12,257.7	12,509.2	14,227.7	17,111.8	17,976.2	EBITDA/营业收入	4.2%	4.3%	5.2%	5.0%	4.6%
						EBIT/营业收入	2.9%	2.9%	4.0%	3.9%	3.6%
						<b>运营效率</b>					
						固定资产周转天数	25	26	23	18	13
						流动资产周转天数	39	25	42	36	35
						流动营业资本周转天数	320	325	325	316	315
						应收账款周转天数	102	97	100	99	99
						存货周转天数	141	132	137	137	135
						总资产周转天数	403	411	404	384	374
						投资资本周转天数	95	85	96	82	74
						<b>投资回报率</b>					
						ROE	9.4%	8.9%	10.4%	11.2%	10.6%
						ROA	1.7%	1.7%	1.7%	2.1%	2.0%
						ROIC	7.7%	8.3%	14.8%	9.5%	19.6%
						<b>费用率</b>					
						销售费用率	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
						管理费用率	4.3%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%
						财务费用率	0.4%	0.3%	1.4%	1.0%	0.8%
						三费/营业收入	5.0%	4.9%	6.0%	5.7%	5.4%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	80.5%	80.2%	82.6%	80.1%	80.3%
						负债权益比	412.0%	405.8%	473.1%	402.0%	408.1%
						流动比率	1.20	1.17	1.22	1.10	1.30
						速动比率	0.68	0.73	0.66	0.65	0.71
						利息保障倍数	7.57	8.72	2.85	3.73	4.36
						<b>分红指标</b>					
						DPS(元)	0.09	-	0.06	0.06	0.05
						分红比率	16.0%	0.0%	10.0%	8.7%	6.2%
						股息收益率	1.0%	0.0%	0.7%	0.7%	0.6%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	11,786.1	12,702.7	14,227.7	17,111.8	17,976.2	EPS(元)	0.54	0.52	0.62	0.75	0.79
加:折旧和摊销	7,901.8	8,796.0	8,353.8	8,353.8	8,353.8	BVPS(元)	5.72	6.14	5.96	6.66	7.43
资产减值准备	3,469.4	3,879.5	3,307.6	3,552.2	3,579.8	PE(X)	16.4	16.1	14.1	11.8	11.2
公允价值变动损失	3.0	31.6	60.7	-23.9	-4.3	PB(X)	1.5	1.4	1.5	1.3	1.2
财务费用	4,195.1	4,070.9	9,839.2	7,961.1	6,865.3	P/FCF	16.0	8.0	-703.5	17.7	24.9
投资损失	-956.0	-1,386.3	-1,014.1	-1,118.8	-1,173.1	P/S	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
少数股东损益	-471.6	193.6	23.1	-131.0	55.0	EV/EBITDA	10.8	7.5	8.2	4.3	6.7
营运资金的变动	5,484.9	15,556.9	-101,200.6	112,284.9	-118,345.4	CAGR(%)	12.9%	12.4%	10.1%	12.9%	12.4%
<b>经营活动产生现金流量</b>	30,557.9	54,495.1	-69,710.2	144,437.8	-86,272.6	PEG	1.3	1.3	1.4	0.9	0.9
<b>投资活动产生现金流量</b>	-15,554.8	-17,477.1	2,034.3	275.8	1,395.0	ROIC/WACC	1.0	1.0	1.9	1.2	2.5
<b>融资活动产生现金流量</b>	9,421.4	-15,770.1	49,600.6	-135,384.7	93,233.8	REP	1.8	1.4	0.7	1.2	0.5

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

苏多永声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。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。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034