

公司研究/中报点评

2017年09月01日

建筑/建筑装饰 II

投资评级: 增持 (维持评级)

当前价格(元): 8.77
合理价格区间(元): 9.45~10.71

鲍荣富 执业证书编号: S0570515120002
研究员 021-28972085
baorongfu@htsc.com

黄骥 执业证书编号: S0570516030001
研究员 021-28972066
huangji@htsc.com

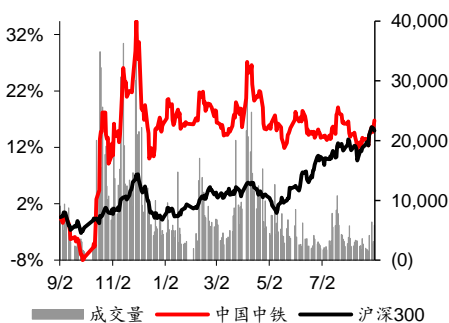
王德彬 执业证书编号: S0570516090001
研究员 010-56793964
wangdebing@htsc.com

方晏荷 021-28972059
联系人 fangyanhe@htsc.com

相关研究

- 1《中国中铁(601390,增持): 受益 PPP/基建/海外, 业绩加速释放》2017.05
- 2《中国中铁(601390,增持): 高铁出海首单落地, 一带一路新标杆》2017.04
- 3《中国中铁(601390,增持): 新签订单加速, 业绩释放可期》2017.03

股价走势图



资料来源: Wind

业绩大幅增长, 订单充足保驾护航

中国中铁(601390)

事件

公司 8 月 30 日晚公布 2017 年半年报, 上半年实现营收 2987.51 亿元, yoy+9.95%, 归母净利润 77.07 亿元, yoy+41.09% (扣非后 75.86 亿元, yoy+45.42%), 大超预期。EPS0.31 元/股, yoy+38.39%。上半年公司新签合同额 5617.3 亿元, yoy+34.5%, 其中基建建设合同增长 32.5%。

业绩增速过去三年同期最高, 设计/设备制造业务增速居前

公司 H1 归母净利润增速为过往三年的最高水平, 系受到营改增影响, 1H17 营业税 1.86 亿元, 较上年同期减少 29.92 亿元所致。基建业务作为公司最主要的业务, 因国内基建市场繁荣, H1 营收增速 8.3%, 同比大幅提升 7.55pct, 占总营收比重 85.8%。勘察设计与咨询业务营收增速 22.76%, 同比提升 19.12pct, 前端业务的快速增长有望带动保证工程施工业务稳定提升。地产业务营收增速 1.79%, 同比下滑 29.43pct。但上半年地产新开工面积同比增长 129.51%, 签约金额 156.3 亿元, yoy+16.47%, 未来地产业务有望进一步加速。

毛利率、净利率微升, 经营规模扩大致现金流恶化

2017H1 公司综合毛利率 9.25%, 同比增加 0.37pct, 其中基建、地产业务毛利分别增加 0.01/2.86pct, 地产毛利提升系所售房产上升所致; 设计咨询、装备制造业务分别下滑 2.78/4.13pct, 设计咨询系项目较多、工期紧张情况下委外成本增加所致, 而装备制造系业务结构调整引起的波动。净利率微升 0.54pct 至 2.53%, 主要系税金占收入比下降 0.8pct, 期间费用率基本保持稳定。H1 经营现金流净流出 278.9 亿元, 出现恶化, 较上年净流出 242.9 亿元, yoy+674%, 系公司经营规模扩大, 应收账款及存货增加且部分项目前期垫资所致, 一定程度反映了在手订单的加速转化。收现比 100.4%, 同比提升 1.14pct, 收入质量优良。

新签订单高速增长/结构改善, 在手订单对业绩增长保障度高

H1 公司新签订单 5617.3 亿元, 同比增长 34.5%, 其中基建建设订单增长 32.5%。细分来看, 公路订单出现大幅增长, yoy+149.8%; 市政及轨交订单分别增长 36.2%/44.2%, 合计占全部订单比重高达 71%, 铁路订单出现负增长, 占比仅为 13%。由于铁路业务毛利较低且转化周期较长, 非铁路业务占比较高有助于提升公司业绩及盈利水平。六月末公司在手订单 2.21 万亿元 (基建业务 1.82 万亿), yoy+17%, 是 2016 年营收的 3.43 倍, 订单保障倍数较高。H1 海外订单增速出现-8.2%的负增长, 系去年同期海外业务基数较高。随着“一带一路”政策逐步落地, 公司海外接单有望加速。

看好订单充足保障业绩, 维持“增持”评级

我们预计公司 2017-19 年 EPS 为 0.63/0.73/0.83 元。根据可比公司估值及公司历史估值, 认可给予 17 年 15-17 倍 PE, 对应合理价格区间为 9.45-10.71 元, 维持“增持”评级。

风险提示: 公司订单转化速度不及预期, 基建投资增速下滑等。

公司基本资料

总股本 (百万股)	22,844
流通 A 股 (百万股)	18,328
52 周内股价区间 (元)	7.02-10.24
总市值 (百万元)	200,345
总资产 (百万元)	767,190
每股净资产 (元)	6.46

资料来源: 公司公告

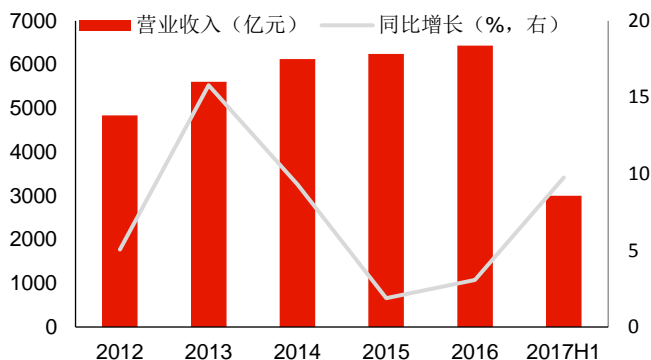
经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	624,104	643,357	737,477	838,467	945,423
+/-%	1.88	3.08	14.63	13.69	12.76
归属母公司净利润 (百万元)	12,258	12,509	14,416	16,646	18,995
+/-%	18.32	2.05	15.24	15.47	14.11
EPS (元, 最新摊薄)	0.54	0.55	0.63	0.73	0.83
PE (倍)	16.36	16.03	13.91	12.05	10.56

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

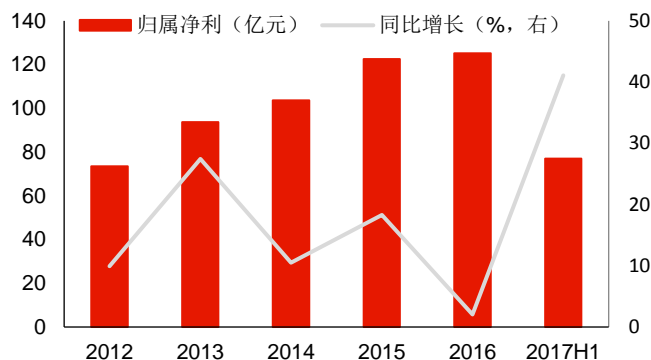
公司过往经营情况

图表1: 公司营收及同比增速



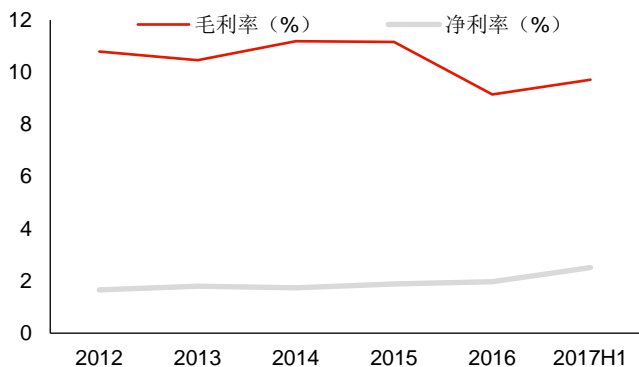
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 公司归母净利润及同比增速



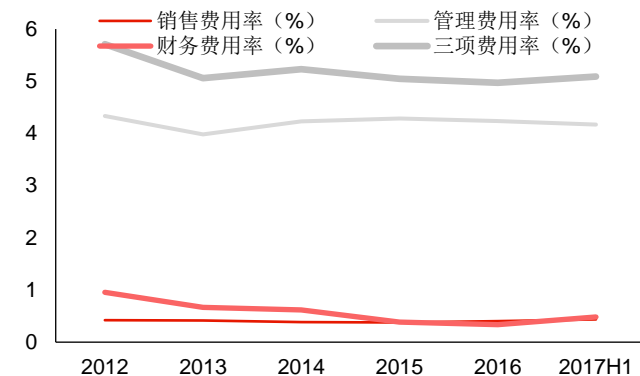
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 公司盈利能力



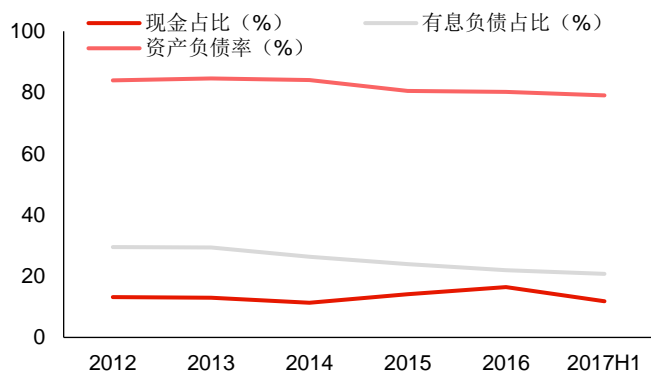
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: 公司各项费用率



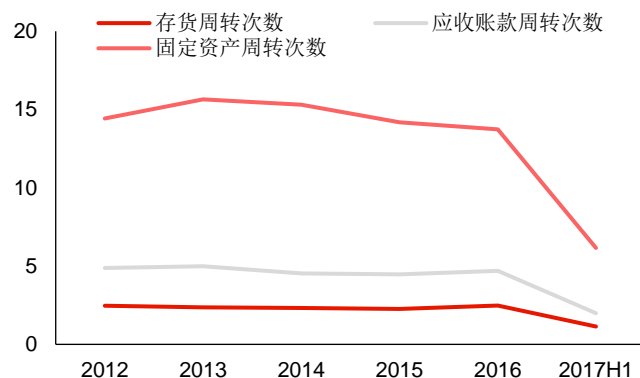
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5: 公司资本结构指标



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

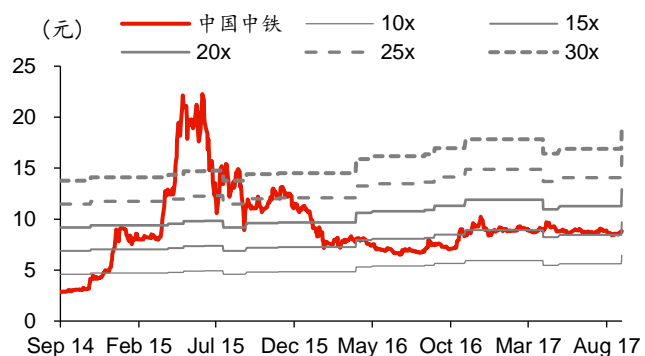
图表6: 公司各项周转指标



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

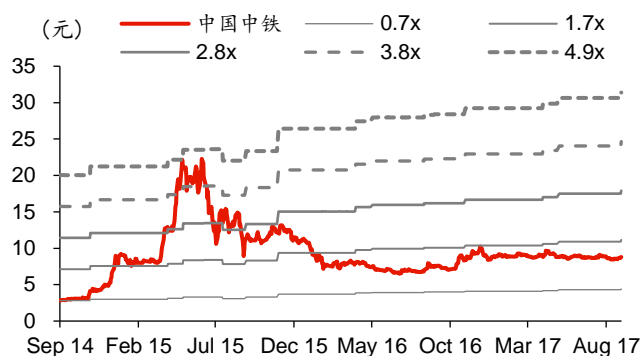
PE/PB-Bands

图表7: 中国中铁历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表8: 中国中铁历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	565,410	594,908	654,779	727,872	801,818
现金	100,718	124,085	118,090	118,243	115,322
应收账款	131,660	140,532	161,092	183,151	206,515
其他应收账款	37,120	36,648	42,327	47,943	54,161
预付账款	32,453	43,531	49,900	56,733	63,970
存货	246,758	224,804	257,692	292,980	330,353
其他流动资产	16,700	25,307	25,677	28,822	31,498
非流动资产	148,258	159,601	165,006	171,192	177,891
长期投资	8,053	11,645	11,645	11,645	11,645
固定投资	44,869	48,765	51,637	55,284	59,533
无形资产	50,836	51,763	53,086	53,932	54,573
其他非流动资产	44,500	47,427	48,639	50,330	52,141
资产总计	713,668	754,509	819,785	899,064	979,710
流动负债	470,447	506,604	554,251	616,764	677,741
短期借款	55,478	56,184	55,831	61,093	60,332
应付账款	236,419	264,441	285,848	331,475	376,269
其他流动负债	178,550	185,979	212,572	224,196	241,140
非流动负债	103,819	98,746	100,525	100,258	99,843
长期借款	63,581	59,039	59,039	59,039	59,039
其他非流动负债	40,239	39,708	41,487	41,219	40,805
负债合计	574,267	605,350	654,777	717,022	777,585
少数股东权益	8,814	8,825	10,259	11,775	13,505
股本	22,844	22,844	22,844	22,844	22,844
资本公积	41,754	41,411	41,411	41,411	41,411
留存公积	52,782	62,040	90,494	106,012	124,365
归属母公司股	130,587	140,334	154,750	170,267	188,620
负债和股东权益	713,668	754,509	819,785	899,064	979,710

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	30,558	54,495	4,067	16,492	20,144
净利润	11,786	12,703	15,849	18,162	20,725
折旧摊销	7,716	8,602	9,310	11,100	13,281
财务费用	2,397	2,144	1,795	1,946	2,061
投资损失	(956.01)	(1,386)	(1,386)	(1,386)	(1,386)
营运资金变动	4,635	27,950	(23,121)	(14,879)	(15,907)
其他经营现金	4,980	4,483	1,620	1,549	1,371
投资活动现金	(15,555)	(17,477)	(11,893)	(17,069)	(19,285)
资本支出	14,905	12,789	11,998	15,000	18,000
长期投资	2,345	10,939	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	1,695	6,251	105.71	(2,069)	(1,285)
筹资活动现金	9,421	(15,770)	1,831	730.28	(3,780)
短期借款	(5,279)	705.71	(352.85)	5,262	(761.24)
长期借款	4,138	(4,542)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	1,544	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	11,225	(343.36)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(2,207)	(11,591)	2,184	(4,532)	(3,018)
现金净增加额	24,625	21,527	(5,994)	152.75	(2,921)

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	624,104	643,357	737,477	838,467	945,423
营业成本	554,482	584,495	670,004	761,754	858,925
营业税金及附加	20,001	8,002	9,172	10,429	11,759
营业费用	2,342	2,560	2,935	3,337	3,763
管理费用	26,621	27,078	31,200	35,509	39,943
财务费用	2,397	2,144	1,795	1,946	2,061
资产减值损失	3,469	3,880	2,500	2,500	2,500
公允价值变动收益	(2.98)	(31.61)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	956.01	1,386	1,386	1,386	1,386
营业利润	15,671	16,434	21,257	24,379	27,860
营业外收入	1,302	1,778	1,389	1,490	1,552
营业外支出	666.42	540.47	596.35	601.08	579.30
利润总额	16,307	17,672	22,049	25,267	28,833
所得税	4,521	4,970	6,201	7,105	8,108
净利润	11,786	12,703	15,849	18,162	20,725
少数股东损益	(471.56)	193.57	1,433	1,516	1,730
归属母公司净利润	12,258	12,509	14,416	16,646	18,995
EBITDA	25,784	27,180	32,362	37,425	43,201
EPS (元)	0.54	0.55	0.63	0.73	0.83

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	1.88	3.08	14.63	13.69	12.76
营业利润	5.82	4.87	29.34	14.68	14.28
归属母公司净利润	18.32	2.05	15.24	15.47	14.11
获利能力 (%)					
毛利率	11.16	9.15	9.15	9.15	9.15
净利率	1.96	1.94	1.95	1.99	2.01
ROE	9.39	8.91	9.32	9.78	10.07
ROIC	7.53	8.97	9.40	9.67	9.92
偿债能力					
资产负债率 (%)	80.47	80.23	79.87	79.75	79.37
净负债比率 (%)	24.54	22.04	20.94	19.65	17.98
流动比率	1.20	1.17	1.18	1.18	1.18
速动比率	0.68	0.73	0.71	0.70	0.69
营运能力					
总资产周转率	0.89	0.88	0.94	0.98	1.01
应收账款周转率	4.40	4.61	4.77	4.75	4.73
应付账款周转率	2.44	2.33	2.44	2.47	2.43
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.54	0.55	0.63	0.73	0.83
每股经营现金流(最新摊薄)	1.34	2.39	0.18	0.72	0.88
每股净资产(最新摊薄)	5.72	6.14	6.77	7.45	8.26
估值比率					
PE (倍)	16.36	16.03	13.91	12.05	10.56
PB (倍)	1.54	1.43	1.30	1.18	1.06
EV_EBITDA (倍)	8.32	7.89	6.63	5.73	4.96

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com