

2017年09月01日

中国中铁 (601390.SH)

2017H1 业绩增速超预期，非铁路基建业务高速增长

■**事项**：公司发布 2017 年半年报，实现营业收入 3002.78 亿元，同比增长 9.76%；实现归属于上市公司股东的净利润 77.07 亿元，同比增长 41.09%，扣非后同比增长 45.42%。实现 EPS 0.31 元。

■**市政（含轨交）及公路建设营收增速较快，其他业务收入全面提速**：公司 2017 年上半年实现营业收入 3002.78 亿元（同比+9.76%），相当于公司 2016 年全年营收 6433.57 亿元的 46.67%。**从业务结构来看**，公司各项主营业务分别实现收入：**基建** 2576.52 亿元（同比+8.30%），占营收比重 85.80%，增长主要来自于市政（含城市轨道交通）1165.72 亿元（同比+15.76%）、公路 361.23 亿元（同比+11.36%）；**房地产开发** 109.12 亿元（同比+1.79%），占营收比重 3.63%；**工程设备和零部件制造** 71.61 亿元（同比+21.13%），占营收比重 2.38%；**勘察设计与咨询** 66.15 亿元（同比+22.76%），占营收比重 2.20%；**其他业务** 179.38 亿元（同比+31.25%），占营收 5.97%，公司其他业务收入主要包括高速公路运营 14.95 亿元（同比+35.25%）、矿产资源 16.86 亿元（同比+98.18%）、物资贸易 82.26 亿元（同比+54.83%）、金融业务 15.28 亿元（同比-17.96%）。除金融业务外，期内其他业务收入均实现了快速增长。**从市场结构来看**，境内市场实现营收 2839.98 亿元（同比+9.35%），占比 94.58%（同比-0.35 个 pct）；境外市场实现营收 162.81 亿元（同比+17.33%），占比 5.42%（同比+0.35 个 pct）。境外市场收入及占比提升，我们认为增长主要来自于公司境外项目新签及履约顺利、营收规模不断增长。**分季度看**，公司 2017Q1、Q2 分别实现营收 1347.95 亿元（同比+5.23%）、1654.84 亿元（同比+13.74%）；Q2 营收环比增速达到 22.77%，营收有加速增长趋势。

■**资源业务同比扭亏带动利润大幅提升，资产负债率同比有所降低**：**毛利率方面**，报告期内公司综合毛利率为 9.25%，同比增加 0.37 个 pct，如考虑营改增的因素则公司毛利率实际提升幅度更高。**从业务结构来看**，公司各项主营业务毛利率分别为：**基建** 6.97%（同比+0.01 个 pct）、**房地产开发** 28.25%（同比+2.86 个 pct）、**工程设备和零部件制造** 20.09%（同比-4.13 个 pct）、**勘察设计与咨询** 28.36%（同比-2.78 个 pct）、**其他业务** 26.35%（同比+0.4 个 pct）；地产业务毛利率增加主要是上半年房地产市场价格上涨所致，装备业务毛利率下滑主要是原材料价格及人工成本上升同时产品结构发生调整所致，设计业务毛利率下降主要是人工成本及委外成本上升所致。公司其他业务中，期内矿产资源业务

公司快报

证券研究报告

建筑施工

投资评级 **增持-A**

维持评级

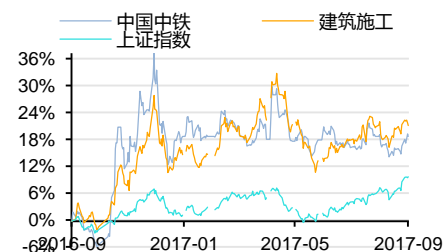
6 个月目标价：**10.56 元**

股价 (2017-09-01) **8.77 元**

交易数据

总市值 (百万元)	200,344.52
流通市值 (百万元)	160,736.83
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	7.02/10.24 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.39	-9.79	9.86
绝对收益	1.49	-1.78	18.99

张龙

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020030
zhanglong@essence.com.cn
021-35082939

王鑫

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070004
wangxin4@essence.com.cn
010-83321052

苏多永

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517030005
sudy@essence.com.cn
021-35082325

相关报告

- 中国中铁：H1 新签合同维持高增，公路及轨交成为基建业务增长新驱动/苏多永 2017-07-21
- 中国中铁：业绩稳健增长，PPP 及海外业务新签订单大幅增加/苏多永 2017-03-31

毛利率为 40.42% (同比+27.56 个 pct)，主要受国际大宗商品价格上涨影响资源业务收入增加较快 (同比+98.18%)，并对本期公司利润大幅提升做出贡献 (中铁资源公司本期实现净利润 3.08 亿元，去年同期为 -12.50 亿，去年全年为 -28.56 亿元)。从市场结构来看，境内业务毛利率 9.54%，同比增长 0.16 个 pct；境外业务毛利率 12.15%，同比增长 0.73 个 pct。期间费用方面，报告期内公司费用率为 5.09%，同比增长 0.13 个 pct。其中销售费用同比增长 13.99%，主要为公司市场营销力度增大；管理费用同比增长 11.86%，主要为职工薪酬增长及研发费用投入加大；财务费用同比增长 19.81%，主要为汇兑收益较上年同期有所减少。资产减值方面，报告期内公司发生资产减值损失 20.74 亿元 (同比+53.29%)，主要为报告期内公司坏账损失增加所致。净利率及 ROE 方面，公司报告期内销售净利率为 2.53%，较 2016 年同期大幅提升 0.54 个 pct (+27.13%)；ROE (加权) 为 5.36%，较 2016 年同期增加 1.13 个 pct (+26.71%)。资产负债率方面，公司报告期末资产负债率及剔除预收账款后的资产负债率分别为 79.05%、76.78%，同比均有降低。

■**经营及投资性净现金流流出增加，应收、预收及应付账款小幅变动：**经营性净现金流方面，报告期末公司经营活动产生的现金流量净额为 -278.90 亿元，较 2016 年同期净流出增加 242.90 亿元，主要由于公司相应存货和应收账款随营收增加且部分项目前期垫资所致。投资性净现金流方面，报告期末公司投资活动产生的现金流量净额为 -78.47 亿元，较 2016 年同期净流出增加 21.51 亿元，主要由于公司 PPP 项目等对外股权投资增加所致。筹资性净现金流方面，报告期末公司筹资活动产生的现金流量净额为 -11.99 亿元，较 2016 年同期净流入增加 57.76 亿元，主要为中铁工业资产重组配套获得募集资金所致。在手资金方面，公司报告期末货币资金余额为 907.02 亿元，较 2016 年同期增加 67.49 亿元 (同比+8.04%)，较期初减少 333.83 亿元，主要由于期内公司经营及投资活动现金净流出所致。应收、预收及应付账款方面，报告期末公司应收账款为 1604.74 亿元，较去年同期减少 11.27 亿元 (同比-0.70%)，较期初增加 199.42 亿元；预收款项为 749.74 亿元，较 2016 年同期减少 26.06 亿元 (同比-3.36%)；应付账款为 2531.28 亿元，较 2016 年同期增加 53.16 亿元 (同比+2.15%)。

■**公路及市政业务强劲增长带动基建新签合同大幅增加，PPP 项目落地助推国内新签高增：**公司 2017 年上半年累计新签合同额 5617.3 亿元 (同比+34.5%)，相当于公司 2016 年全年新签合同额 12350 亿元的 45.5%。从业务结构来看，基建业务新签合同额 4751.8 亿元 (同比+32.5%)，占新签合同总额的 84.6%；公司 2013H1 至 2016H1 基建建设新签合同增速分别为 44.0%/14.7%/-16.5%/29.6%，2017H1 增速虽低于 2013H1，仍达到五年来第二高增速。基建业务在大基数基础上仍实现了较快增长，反映出公司较强的承揽能力及良好经营态势。基建业务中，新签铁路、公路及市政 (包含城轨工程) 新签合同额分别为 738.4

亿元（同比-27.0%）、1115.0 亿元（同比+149.8%）及 2898.4 亿元（同比+36.2%），公路业务新签合同额大幅增加。此外公司单独披露了市政业务中的城市轨交新签合同额为 1137.3 亿元（同比+44.2%）。上半年铁路业务新签合同额增速及占比均出现较大下滑，而公路、市政（含城轨）业务同比均实现了较快增长，合计新签占比已达到 84.5%，成为公司基建业务新签合同额最大来源。非基建业务中，装备、地产、勘察设计业务 2017H1 新签合同额分别同比增加 40.3%、16.5%、72.2%，勘察设计业务新签增速较快，我们判断主要受益于公司基建 PPP 项目带动的前期勘察设计任务大幅增加。**从市场结构来看**，新签境内合同 5331.1 亿，占新签合同总额的 94.9%，同比增长 37.9%；新签境外合同 286.2 亿，占新签合同总额的 5.1%，同比下滑 8.2%。我们判断公司境内新签合同快速增长主要受益于 PPP 项目施工订单落地推动基建业务高速增长。

■**投资建议：**我们上调公司 2017 年-2019 年的收入增速分别至 10.3%、10.6%、11.2%，净利润增速分别至 20.4%、14.1%、14.2%，对应 EPS 分别至 0.66、0.75、0.86 元，维持增持-A 的投资评级，6 个月目标价为 10.56 元，相当于 2017 年 16.0 倍的动态市盈率。

■**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	709,623.1	784,843.2	872,745.6
净利润	12,257.7	12,509.2	15,058.2	17,187.6	19,630.3
每股收益(元)	0.54	0.55	0.66	0.75	0.86
每股净资产(元)	5.72	6.14	5.96	6.61	7.36

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	16.3	16.0	13.3	11.7	10.2
市净率(倍)	1.5	1.4	1.5	1.3	1.2
净利润率	2.0%	1.9%	2.1%	2.2%	2.2%
净资产收益率	9.4%	8.9%	11.1%	11.4%	11.7%
股息收益率	1.0%	1.0%	1.2%	1.4%	1.6%
ROIC	7.7%	8.3%	15.5%	10.1%	22.8%

数据来源：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

张龙、王鑫、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	
	章政	021-35082861	zhangzheng@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	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

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