

公司研究/季报点评

2019年10月31日

建筑/建筑装饰 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 5.77
合理价格区间(元): 6.08~6.48

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

方晏荷 执业证书编号: S0570517080007
研究员 0755-22660892
fangyanhe@htsc.com

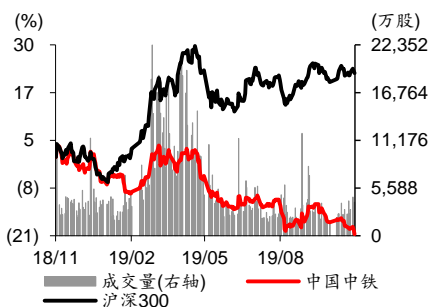
王涛 执业证书编号: S0570519040004
研究员 021-28972059
wangtao@htsc.com

王雯 021-38476718
联系人 wangwen@htsc.com

相关研究

- 1《中国中铁(601390 SH,增持): 业绩稳健增长, 现金流仍需改善》2019.08
- 2《中国中铁(601390,增持): 业绩超预期, 盈利能力持续提升》2019.04
- 3《中国中铁(601390,增持): Q4 收入提速, 盈利能力持续提升》2019.03

一年内股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本 (百万股)	24,571
流通 A 股 (百万股)	18,637
52 周内股价区间 (元)	5.77-7.65
总市值 (百万元)	141,774
总资产 (百万元)	1,029,148
每股净资产 (元)	8.57

资料来源: 公司公告

业绩超预期, 订单增速继续回暖

中国中铁(601390)

业绩超预期, 维持“增持”评级

公司发布 19 年三季报, 实现营业总收入 5718.7 亿元, YoY+15.4%, 实现归母净利润 154.8 亿元, YoY+18.7%, 扣非归母净利润 YoY+21%, 业绩超出我们与市场的预期。19Q1-3 公司经营性现金净流量为-409.2 亿元, 同比多流出 82.4 亿元, 现金流仍承压。截止 19Q3 末, 公司在手未完工合同额为 3.1 万亿, 较 18 年末增长 7%, 是 18 年收入的 4.2 倍, 公司在手订单饱满, 我们继续看好订单业绩向上趋势, 预计 19-21 年 EPS 为 0.81/0.93/1.05 元, 维持“增持”评级。

Q3 归母净利提速, 施工主业稳健增长

19Q1-3 收入增速 15.4%, 其中 Q1/Q2/Q3 单季度增速分别为 8%/20%/17%, Q3 收入增长略有放缓, 19Q1-3 归母净利增速 18.7%, 其中 Q1/Q2/Q3 单季增速分别为 20%/5%/42%, 业绩加速回暖主要系前三季度施工主业保持较高增长及资产减值(含信用)损失同比大幅减少 50%。19Q1-3 公司实现施工业务收入 4964 亿元, YoY+17.8%, 施工主业保持稳健增长, 勘察设计/装备制造/房地产开发三项业务分别实现营收 112.6/127.8/206.4 亿元, YoY+7.4%/+7%/+13.2%, 地产业务收入增速较 19H1 (12.6%) 略有提升。

净利率提升, 费用控制能力增强, 资产负债结构优化

19Q1-3 公司综合毛利率下滑 0.19pct 至 9.99%, 基建建设/勘察设计/装备制造/房地产毛利率同比分别变化-0.02/-0.41/+0.13/+4.41pct, 净利率较去年同期提升 0.26pct 至 2.93%。19Q1-3 期间费用率为 5.79%, 同比下降 0.1pct, 其中销售/管理(加回研发)/财务费用率分别为 0.51%/4.60%/0.66%, 分别同比变动+0.06/-0.03/-0.12pct, 费用控制能力有所增强。19Q1-3 资产负债率为 77.28%, 较去年同期下降 1.37pct, 我们认为债转股一定程度上可以缓解公司的财务负担, 优化资产负债结构。

新签订单继续提速, 达 18 年以来最高增速

19Q1-3 公司新签合同总计 10896.8 亿元, YoY+14.5%, 较 19H1 提升 4pct, 其中 Q3 单季度 YoY+22.7%, 环比升 2pct, 为 18 年以来最高增速。分板块, 19Q1-3 基建建设新签合同 9081.9 亿元, YoY+17.9%, 较 19H1 提升 4.5pct, 其中铁路/市政同比增速分别达 11%/29%, 是基建订单回暖的主要原因。Q3 单季度基建建设 YoY+27.6%, 环比升 4pct, 达 18 年以来最高水平。19Q1-3 地产销售 420.7 亿元, YoY+15.5%, Q3 单季度 YoY+41.6%, 地产销售提速。分地区, 19Q1-3 国内新签合同 10308.5 亿元, YoY+13.6%, 海外新签合同 588.3 亿元, YoY+34.8%, 海外扩张力度加大。

营收及业绩增长稳健, 维持“增持”评级

公司营收及业绩增长稳健, 在手订单饱满, 我们预计公司 19-21 年 EPS 为 0.81/0.93/1.05 (前值为 0.87/1.00/1.13 元, 调整主要系发行股份购买资产引起的总股本变动), 参考当前可比公司 19 年 Wind 一致预期 7.63 倍 PE 水平, 认可给予公司 19 年 7.5-8.0 倍 PE, 目标价为 6.08-6.48 元, 维持“增持”评级。

风险提示: 工程订单结转不及预期, 毛利率提升持续性不及预期。

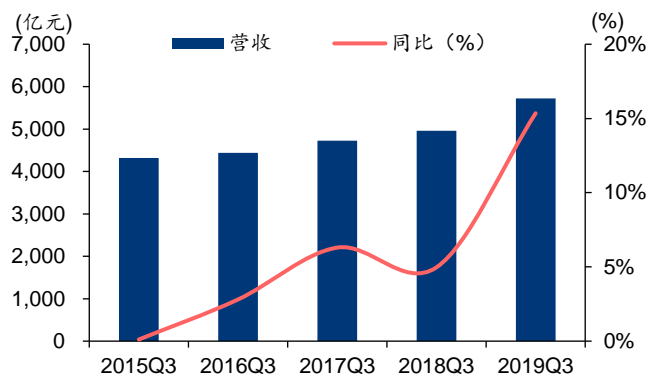
经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	693,367	740,436	797,461	852,637	913,806
+/-%	7.77	6.79	7.70	6.92	7.17
归属母公司净利润 (百万元)	16,067	17,198	19,852	22,738	25,755
+/-%	28.44	7.04	15.43	14.53	13.27
EPS (元, 最新摊薄)	0.65	0.70	0.81	0.93	1.05
PE (倍)	8.82	8.24	7.14	6.24	5.50

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

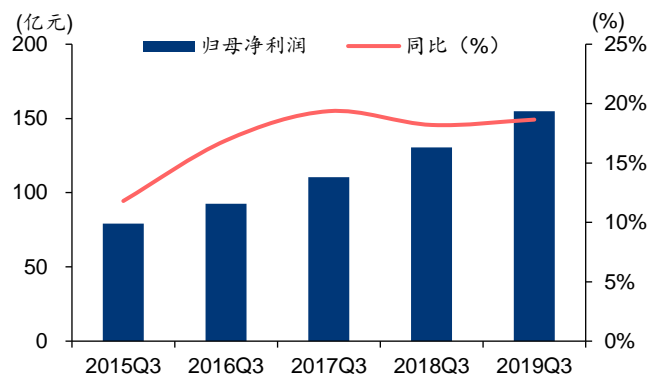
主要经营情况及可比公司估值

图表1: 公司历年前三季度营收及同比增速



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表2: 公司历年前三季度归母净利润及同比增速



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表3: 可比公司估值表

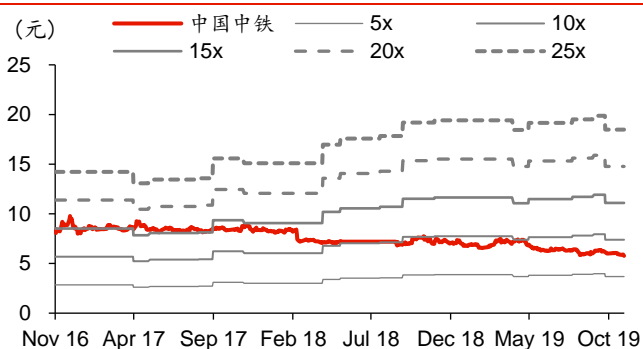
证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
601800.SH	中国交建	1,539.83	9.52	1.22	1.36	1.50	7.82	6.99	6.34
601186.SH	中国铁建	1,291.41	9.51	1.32	1.51	1.68	7.20	6.29	5.65
601618.SH	中国中冶	571.97	2.76	0.31	0.35	0.39	8.98	7.88	7.07
601669.SH	中国电建	668.57	4.37	0.50	0.55	0.60	8.69	8.01	7.30
600170.SH	上海建工	304.53	3.42	0.31	0.38	0.44	10.95	8.97	7.84
	平均						8.73	7.63	6.84
601390.SH	中国中铁	1,417.74	5.77	0.70	0.81	0.93	8.24	7.14	6.24

注: 数据截至10月30日收盘, 19、20年EPS除中国中铁为华泰预测外, 其余公司均为Wind一致预测。

资料来源: 华泰证券研究所

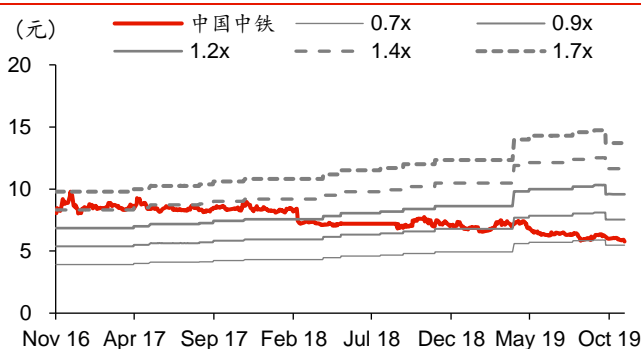
PE/PB - Bands

图表4: 中国中铁历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表5: 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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	641,430	651,682	721,888	759,423	820,236
现金	130,392	134,476	136,555	123,845	133,715
应收账款	0.00	105,909	147,775	139,202	160,198
其他应收账款	44,743	30,515	38,254	38,560	43,116
预付账款	29,182	41,613	44,816	47,906	51,248
存货	242,463	165,241	177,337	189,799	203,108
其他流动资产	194,650	173,927	177,151	220,111	228,851
非流动资产	202,654	290,994	287,106	296,533	308,083
长期投资	21,166	35,433	35,433	35,433	35,433
固定投资	52,377	55,874	59,146	62,665	66,384
无形资产	50,766	60,233	61,769	64,040	67,767
其他非流动资产	78,345	139,455	130,758	134,395	138,498
资产总计	844,084	942,676	1,008,995	1,055,956	1,128,319
流动负债	579,303	622,461	667,345	687,131	729,522
短期借款	54,470	72,656	82,862	75,188	88,906
应付账款	330,038	285,252	370,265	395,793	423,401
其他流动负债	194,795	264,553	214,218	216,149	217,215
非流动负债	95,061	98,071	98,487	102,555	105,722
长期借款	53,023	56,031	59,040	62,049	65,058
其他非流动负债	42,038	42,040	39,447	40,505	40,664
负债合计	674,364	720,532	765,832	789,685	835,244
少数股东权益	14,339	30,362	29,792	31,365	33,094
股本	22,844	22,844	24,571	24,571	24,571
资本公积	44,058	46,371	46,371	46,371	46,371
留存公积	74,540	88,440	142,420	163,944	189,009
归属母公司股东权益	155,381	191,782	213,371	234,906	259,980
负债和股东权益	844,084	942,676	1,008,995	1,055,956	1,128,319

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	33,220	11,962	21,567	26,742	48,736
净利润	14,204	17,436	21,009	24,226	27,436
折旧摊销	8,862	9,694	10,611	12,494	14,663
财务费用	3,964	6,953	5,210	4,269	4,324
投资损失	(2,040)	(4,734)	(900.00)	(500.00)	(500.00)
营运资金变动	(668.90)	(35,478)	(35,906)	(10,238)	7,579
其他经营现金	8,899	18,091	21,544	(3,510)	(4,766)
投资活动现金	(32,426)	(39,333)	(17,124)	(21,974)	(23,231)
资本支出	15,275	18,981	12,000	15,000	18,000
长期投资	20,121	17,451	8,700	87.32	(1,027)
其他投资现金	2,970	(2,901)	3,576	(6,886)	(6,258)
筹资活动现金	1,547	27,907	(6,485)	1,457	(4,063)
短期借款	(1,714)	18,186	10,206	(7,674)	13,717
长期借款	(6,016)	3,009	3,009	3,009	3,009
普通股增加	0.00	0.00	1,727	0.00	0.00
资本公积增加	2,647	2,313	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	6,630	4,400	(21,427)	6,122	(20,790)
现金净增加额	1,858	1,079	(2,042)	6,225	21,442

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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	693,367	740,436	797,461	852,637	913,806
营业成本	625,258	664,681	715,846	765,200	818,575
营业税金及附加	4,643	5,740	6,182	6,610	7,084
营业费用	2,854	3,537	5,183	5,627	6,123
管理费用	18,871	20,664	25,838	24,876	27,257
财务费用	3,964	6,953	5,210	4,269	4,324
资产减值损失	9,245	717.30	11,000	13,000	13,000
公允价值变动收益	48.99	9.77	9.77	9.77	9.77
投资净收益	2,040	4,734	900.00	500.00	500.00
营业利润	19,250	22,696	29,112	33,565	37,954
营业外收入	763.91	597.28	500.00	300.00	300.00
营业外支出	470.18	582.45	700.00	800.00	900.00
利润总额	19,544	22,711	28,912	33,071	37,354
所得税	5,340	5,275	7,903	8,845	9,917
净利润	14,204	17,436	21,009	24,226	27,436
少数股东损益	(1,863)	238.14	1,156	1,488	1,681
归属母公司净利润	16,067	17,198	19,852	22,738	25,755
EBITDA	32,076	39,343	44,933	50,328	56,941
EPS (元, 基本)	0.65	0.70	0.81	0.93	1.05

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	7.77	6.79	7.70	6.92	7.17
营业利润	13.21	17.90	28.27	15.30	13.08
归属母公司净利润	28.44	7.04	15.43	14.53	13.27
获利能力 (%)					
毛利率	9.82	10.23	10.23	10.25	10.42
净利率	2.32	2.32	2.49	2.67	2.82
ROE	10.34	8.97	9.30	9.68	9.91
ROIC	13.59	23.19	17.25	16.15	15.55
偿债能力					
资产负债率 (%)	79.89	76.43	75.90	74.78	74.03
净负债比率 (%)	20.63	21.40	21.81	20.85	21.55
流动比率	1.11	1.05	1.08	1.11	1.12
速动比率	0.69	0.78	0.82	0.83	0.85
营运能力					
总资产周转率	0.87	0.83	0.82	0.83	0.84
应收账款周转率	9.31	13.38	6.22	5.84	6.02
应付账款周转率	2.10	2.16	2.18	2.00	2.00
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.65	0.70	0.81	0.93	1.05
每股经营现金流(最新摊薄)	1.35	0.49	0.88	1.09	1.98
每股净资产(最新摊薄)	6.32	7.81	8.68	9.56	10.58
估值比率					
PE (倍)	8.82	8.24	7.14	6.24	5.50
PB (倍)	0.91	0.74	0.66	0.60	0.55
EV_EBITDA (倍)	2.98	2.43	2.13	1.90	1.68

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：91320000704041011J。

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 2019 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

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

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