

3Q19 收入、新签均进一步提速

——中国中铁 (601390.SH、390.HK) 19 年三季度报点评

跨市场公司简报

A 股：买入 (维持)

当前价：5.77 元

H 股：买入 (维持)

当前价：4.76 港元

分析师

孙伟风 (执业证书编号：S0930516110003)
021-52523822
sunwf@ebscn.com

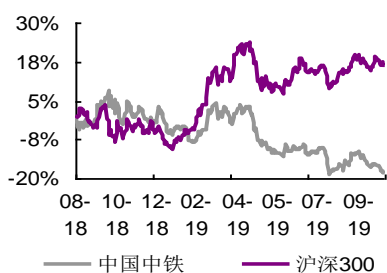
联系人

武慧东
010-58452064
wuhuidong@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)：245.71
总市值(亿元)：1417.74
一年最低/最高(元)：5.75/7.72
近3月换手率：7.60%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-5.01	-10.95	-42.47
绝对	-4.01	-10.41	-17.36

资料来源：Wind

相关研报

主业收入及订单增长提速，利润率有望改善——中国中铁 (601390.SH、0390.HK) 2019 年半年报点评
..... 2019-09-01

事件：

中国中铁发布 19 年三季度报。前三季度公司实现收入 5,718.7 亿，YoY 15.4%，归母净利 154.8 亿，YoY 18.6%；单三季度收入 2030.0 亿，YoY 16.9%，归母净利 496.4 亿，YoY 42.1%。

点评：

◆三季度收入、新签均进一步提速：

公司 19 年前三季度收入 YoY 15.4%，增速同比+10.4pcts；单三季度收入 YoY 16.9%，增速同比+12.5pcts。收入进一步提速。分业务看，前三季度基建建设/勘察咨询/工业设备与零部件/地产收入增速分别为 17.8%/7.4%/7.0%/13.2%。主业基建建设延续较快增长，收入占比达 86.8%，接近近年最高水平，判断主要受益于基建投资边际向上，充足在手订单开工、推进节奏有所加快；地产收入结转延续较快增速。考虑到新签订单额亦在同步提速，且经济下行压力加大的背景下逆周期调节预期升温，收入大概率延续较快增长。

前三季度公司新签合同额 10,896.8 亿，YoY 17.9%，增速同比+16.4pcts，单三季度新签合同额 3,102.9 亿，YoY 27.6%，增速同比+39.0pcts，新签订单增速亮眼、持续提速。分业务看，前三季度基建建设/勘察咨询/工业设备与零部件/地产业务新签增速分别为 17.9%/-6.5%/1.7%/15.5%，增速分别同比+16.3/-10.1/-13.4/-35.2pcts；其中单三季度四项业务新签增速分别为 27.6%/-4.0%/12.5%/41.7%，增速分别同比+16.2/+2.4/-23.2/-3.6pcts。主业基建建设新签延续 2Q19 提速趋势，占总新签合同额比例同比提升 2.4pcts 至 83.3%，房地产销售合同额 3Q19 明显转暖，勘察咨询仍阶段承压。

基建建设新签订单中，前三季度铁路/公路/市政新签合同额 YoY 分别为 11.0%/-13.5%/28.8%，增速分别同比+16.9/+6.4/+15.3pcts，铁路、市政新签明显提速，公路新签降幅明显收窄。

◆三季度盈利能力改善，有望延续：

19 年前三季度公司综合毛利率 10.1%，同比-0.1pct，单三季度毛利率 10.0%，同比+0.1pct。分业务看，前三季度基建建设/勘察咨询/工业设备与零部件/地产业务毛利率分别为 7.5%/27.1%/7.0%/30.6%，分别同比 0.0 pct /-0.4 pct /+0.1pct/+4.4pcts。基建建设毛利率稳定，单三季度略有改善；地产毛利率边际向上。前期成本上涨正逐渐消化、订单结构改善，基建建设毛利率有向上空间；另一方面，参考订单占比，毛利率相对较低的基建建设收入占比提升空间有限，公司综合毛利率有望向上。

前三季度负债率降低、资金利用效率提升带动财务费用率同比下降 0.1pct 至 0.7%，大力回款压两金带动减值损失占收入比例同比下降 0.3pct 至 0.6%；但投资收益同比减少，综合带动同期净利率同比提升 0.2pct 至 2.9%。1H19 计提永续债利息带动少数股东损益同比大幅增加，拖累归母净利率仅同比提升

0.1pct 至 2.7%。单三季度归母净利率同比+0.5pct 至 2.4%，主要源于减值损失同比大幅减少。不利因素影响趋弱，管理提效、压降两金成效逐渐显现，后续净利率有望进一步修复。

◆ **大幅溢价增发股份，顺利完成债转股：**

公司于近期增发 A 股股份合计约 17.3 亿股(约占发行后总股本之 7.0%)于中国国新等九家机构，购买其由于实施债转股而持有的公司控股子公司中铁二局、三局、五局及八局股权，之后成均将成为公司全资子公司。股份登记手续已于 9 月 19 日办理完毕，股份增发价格为 6.75 元，较公司 A 股 10 月 30 日收盘价格有 17.0% 溢价。

◆ **公司 A 股、H 股均维持“买入”评级：**

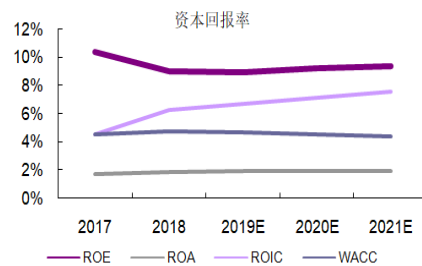
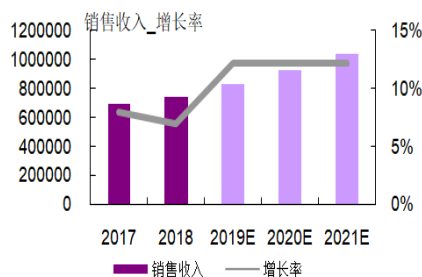
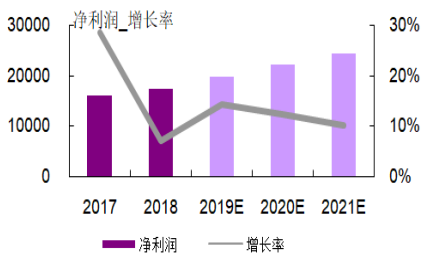
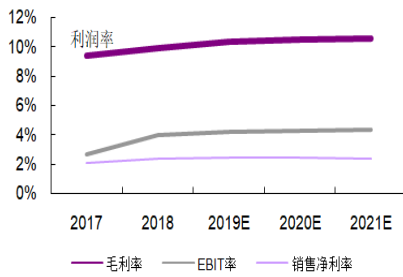
考虑到 3Q19 新签、收入均进一步提速，后续有望延续较快增长；盈利能力有望得到进一步修复，上调 19-21 年归母净利预测至 196.5/220.6/243.0 亿（前值 189.7/209.8/234.9 亿），对应 EPS 为 0.80/0.90/0.99（考虑近期股本调整），现价对应公司 A 股、H 股 19 年 PE 分别仅 7x、5x，维持“买入”评级。

◆ **风险提示：**基建投资增速明显下滑、融资收紧、海外订单推进不及预期

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	689,945	737,714	827,371	928,062	1,040,988
营业收入增长率	7.90%	6.92%	12.15%	12.17%	12.17%
净利润（百万元）	16,067	17,198	19,654	22,060	24,303
净利润增长率	28.44%	7.04%	14.28%	12.24%	10.17%
EPS（元）	0.65	0.70	0.80	0.90	0.99
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.34%	8.97%	8.93%	9.23%	9.37%
P/E（A 股）	9	8	7	6	6
P/E（H 股）	6	5	5	5	4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 10 月 30 日，股价时间为 2019 年 10 月 30 日，港元兑人民币汇率为 0.9004



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	689,945	737,714	827,371	928,062	1,040,988
营业成本	625,258	664,681	741,954	830,898	931,434
折旧和摊销	9,067	10,064	13,094	14,036	14,997
营业税费	4,643	5,740	6,438	7,221	8,100
销售费用	2,854	3,537	4,137	4,733	5,413
管理费用	29,974	34,100	38,245	42,899	48,119
财务费用	3,538	6,953	7,668	8,558	10,167
公允价值变动损益	49	10	0	0	0
投资收益	1,614	4,734	5,000	5,200	5,500
营业利润	19,248	22,696	25,625	28,660	31,581
利润总额	19,544	22,711	25,925	29,060	31,981
少数股东损益	-1,863	238	250	250	250
归属母公司净利润	16,067	17,198	19,654	22,060	24,303

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	844,084	942,676	1,050,882	1,155,002	1,270,156
流动资产	660,084	651,682	724,086	805,058	896,070
货币资金	130,392	134,476	153,064	171,691	192,583
交易型金融资产	2,963	4,295	4,295	4,295	4,295
应收帐款	157,805	105,909	118,556	132,573	148,244
应收票据	24,795	3,581	4,016	4,505	5,053
其他应收款	44,423	0	0	0	0
存货	242,463	165,241	184,485	206,616	231,639
可供出售投资	13,418	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	21,166	35,433	37,433	39,513	41,713
固定资产	52,368	55,872	63,878	71,019	77,228
无形资产	50,766	60,233	57,221	54,360	51,642
总负债	674,364	720,532	800,103	885,250	979,593
无息负债	508,639	538,326	602,359	675,402	757,730
有息负债	165,725	182,206	197,744	209,849	221,864
股东权益	169,720	222,144	250,779	269,751	290,563
股本	22,844	22,844	24,571	24,571	24,571
公积金	51,316	54,748	66,642	68,584	68,584
未分配利润	67,281	80,062	94,827	111,607	132,169
少数股东权益	14,339	30,362	30,612	30,862	31,112

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	33,174	11,962	23,467	30,265	33,838
净利润	16,067	17,198	19,654	22,060	24,303
折旧摊销	9,067	10,064	13,094	14,036	14,997
净营运资金增加	-2,062	-29,703	10,854	12,964	14,330
其他	10,103	14,402	-20,134	-18,795	-19,792
投资活动产生现金流	-32,380	-39,333	-25,964	-16,880	-16,700
净资本支出	-13,852	-17,319	-20,000	-20,000	-20,000
长期投资变化	21,166	35,433	-2,000	-2,080	-2,200
其他资产变化	-39,693	-57,447	-3,964	5,200	5,500
融资活动现金流	1,547	27,907	21,084	5,243	3,753
股本变化	0	0	1,727	0	0
债务净变化	-33	16,481	15,538	12,105	12,015
无息负债变化	69,047	29,687	64,033	73,043	82,328
净现金流	1,858	1,079	18,587	18,628	20,891

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	7.90%	6.92%	12.15%	12.17%	12.17%
净利润增长率	28.44%	7.04%	14.28%	12.24%	10.17%
EBITDA 增长率	21.86%	44.25%	21.50%	13.01%	11.56%
EBIT 增长率	34.20%	61.02%	18.51%	15.24%	13.23%
估值指标					
PE	9	8	7	6	6
PB	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	10	8	7	7	6
EV/EBIT	16	11	10	9	8
EV/NOPLAT	21	15	13	12	11
EV/Sales	0	0	0	0	0
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	9.38%	9.90%	10.32%	10.47%	10.52%
EBITDA 率	3.92%	5.29%	5.73%	5.77%	5.74%
EBIT 率	2.60%	3.92%	4.14%	4.26%	4.30%
税前净利润率	2.83%	3.08%	3.13%	3.13%	3.07%
税后净利润率 (归属母公司)	2.33%	2.33%	2.38%	2.38%	2.33%
ROA	1.68%	1.85%	1.89%	1.93%	1.93%
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.34%	8.97%	8.93%	9.23%	9.37%
经营性 ROIC	4.51%	6.24%	6.64%	7.13%	7.54%
偿债能力					
流动比率	1.13	1.05	1.04	1.04	1.05
速动比率	0.72	0.78	0.78	0.78	0.78
归属母公司权益/有息债务	0.94	1.05	1.11	1.14	1.17
有形资产/有息债务	4.74	4.79	4.98	5.20	5.45
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.65	0.70	0.80	0.90	0.99
每股红利	0.11	0.12	0.14	0.15	0.17
每股经营现金流	1.35	0.49	0.96	1.23	1.38
每股自由现金流(FCFF)	0.80	1.85	0.44	0.58	0.74
每股净资产	6.32	7.81	8.96	9.72	10.56
每股销售收入	28.08	30.02	33.67	37.77	42.37

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼