

证券研究报告—动态报告

建筑工程

建筑施工

中国中铁(601390)

买入

2019年三季报点评

(维持评级)

2019年11月01日

一年该股与沪深300走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	24571/18637
总市值/流通(百万元)	135529/107535
上证综指/深圳成指	2939/9682
12个月最高/最低(元)	7.72/5.75

相关研究报告:

《国信证券-中国中铁(601390.SH): 业绩符合预期, 债转股降杠杆效果显著》——2018-11-02

《国信证券-中国中铁(601390.SH): 控股股东增持彰显信心, 受益于基建补短板加速落地》——2018-11-20

《国信证券-中国中铁-601390-2018 年年报点评: 经营业绩提速, 补短板有望助力估值提升》——2019-04-02

《国信证券-中国中铁-601390-公司快评: 订单回暖业绩提速, 长线布局低估龙头》——2019-07-24

证券分析师: 周松

电话: 021-60875163
E-MAIL: zhousong@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码:
S0980518030001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

业绩高增长, 订单回暖

● 业绩高增长, 订单加速回暖

2019年前三季度公司实现营业收入 5719 亿元, 同比增长 15%; 实现归母净利润 155 亿元, 同比增长 18.7%, 扣非净利润 148 亿元, 同比增长 21%。分业务来看, 基础设施建设实现营业收入 4964 亿元, 同比增长 17.8%; 勘察设计实现营业收入 113 亿元, 同比增长 7.4%; 工程设备实现营业收入 128 亿元, 同比增长 7.0%; 房地产实现收入 206 亿元, 同比增长 13.2%。公司前三季度新签合同 10,897 亿元, 同比增长 14.5%; 投资类业务新签合同额 1513 亿元, 同比增长 51%; 新签订单提速, 其中基建合同 9082 亿元, 同比增长 17.9%, 铁路和市政增速较快; 地产销售额 421 亿元, 同比增长 15.5%。海外新签 588 亿元, 同比增长 35%。截至三季度末, 公司在手未完合同额为 31,046 亿元, 较上年末增长 7.0%, 订单保障比达 4.2 倍, 创新高。

● 经营稳健, 负债率下降

公司 2019 年前三季度毛利率为 9.81%, 跟去年同期持平; 净利率为 2.93%, 同比提升 0.26pct。期间费用率为 5.79%, 同比下降 0.10pct, 其中管理费用率下降 0.03pct 至 4.60%, 财务费用率下降 0.12pct 至 0.66%, 销售费用率提升 0.06pct 至 0.51%。资产负债率为 77.28%, 同比下降 1.37pct。实现经营性净现金流-409 亿, 现金流出略有增多, 去年同期为-327 亿元。

● 收入保持高增长, Q3 净利润大幅增加

分季度来看, 公司 18Q4、19Q1、Q2、Q3 分别完成营收 2447 亿元、1603 亿元、2100 亿元, 分别同比增长 10.67%、7.97%、20.25%、16.88%; 实现净利润 41.5 亿元、38.4 亿元、66.7 亿元、49.6 亿元, 同比增长-17.45%、20.21%、4.96%、42.13%。收入保持高增长, 三季度利润大幅增加。

● 投资建议: 基建龙头, 维持“买入”评级

基建投资已经触底反弹, 公司在手订单充沛, 我们维持之前的盈利预测, 预计 19-21 年 EPS 为 0.84/0.96/1.11 元, 当前股价对应 PE 分别为 6.9/6.0/5.2 倍。介于公司的行业地位及交通强国战略的实施, 我们认为合理估值区间应为 8-9 倍 PE, 对应价格 6.72-7.56 元, 维持“买入”评级。

● 风险提示: 应收账款坏账, 基建投资放缓, 订单落地不及预期等。

盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	693,367	740,436	821,331	904,198	996,414
(+/-%)	7.8%	6.8%	10.9%	10.1%	10.2%
净利润(百万元)	16067	17198	20636.31	23670.74	27153.41
(+/-%)	28.4%	7.0%	20.0%	14.7%	14.7%
摊薄每股收益(元)	0.65	0.70	0.84	0.96	1.11
EBIT Margin	4.4%	6.2%	5.3%	5.2%	5.2%
净资产收益率(ROE)	10.3%	9.0%	10.5%	11.7%	13.1%
市盈率(PE)	8.8	8.2	6.9	6.0	5.2
EV/EBITDA	20.4	15.5	17.7	16.9	16.4
市净率(PB)	0.91	0.74	0.72	0.70	0.68

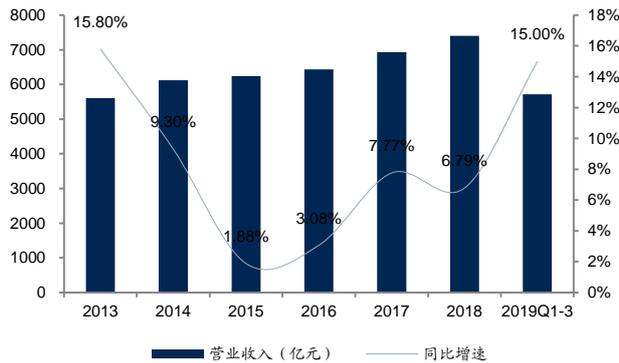
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

业绩高增长，略超预期

2019年前三季度公司实现营业收入 5719 亿元，同比增长 15%；实现归母净利润 155 亿元，同比增长 18.7%。扣非净利润 148 亿元，同比增长 21%。其中，基础设施建设实现营业收入 4964 亿元，同比增长 17.8%；勘察设计实现营业收入 113 亿元，同比增长 7.4%；工程设备实现营业收入 128 亿元，同比增长 7.0%；房地产实现收入 206 亿元，同比增长 13.2%。

图 1：公司收入及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 2：公司归母净利润及增速

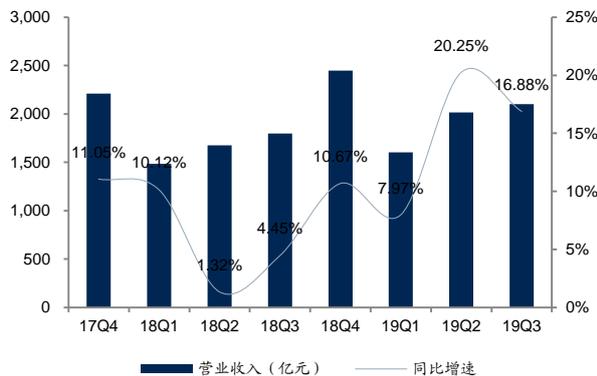


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

Q3 净利润大幅增加

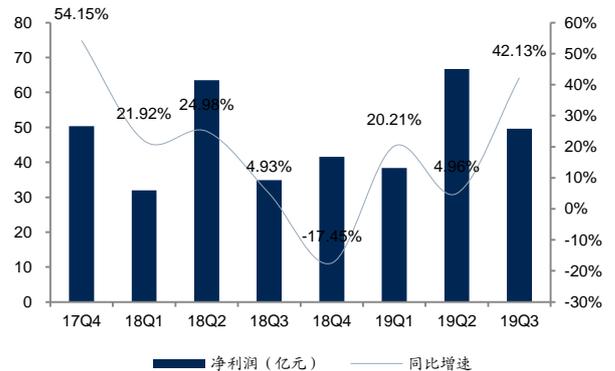
分季度来看，公司 18Q4、19Q1、Q2、Q3 分别完成营收 2447 亿元、1603 亿元、2016 亿元、2100 亿元，分别同比增长 10.67%、7.97%、20.25%、16.88%；实现净利润 41.5 亿元、38.4 亿元、66.7 亿元、49.6 亿元，同比增长-17.45%、20.21%、4.96%、42.13%。三季度利润大幅增加。

图 3：公司单季度收入及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 4：公司单季度利润及增速

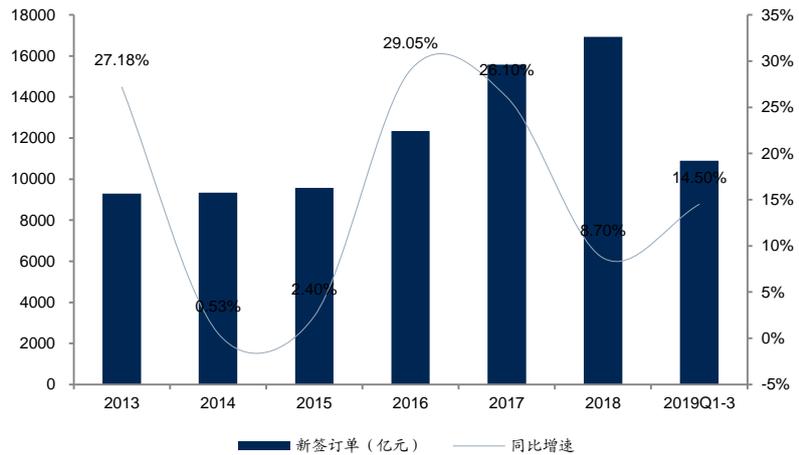


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

新签订单回暖，在手订单创新高

公司前三季度新签合同额 10,897 亿元，同比增长 14.5%；其中投资类业务新签合同额 1513 亿元，同比增长 51%，新签订单提速。分业务来看，基建新签合同 9082 亿元，同比增长 17.9%，铁路和市政增速较快；地产销售额 421 亿元，同比增长 15.5%。海外新签 588 亿元，同比增长 35%。截至三季度末，公司未完合同额为 31,046 亿元，较上年末增长 7.0%，订单保障比达 4.2 倍，创新高。在手订单充沛。

图 5：公司近几年的新签订单情况

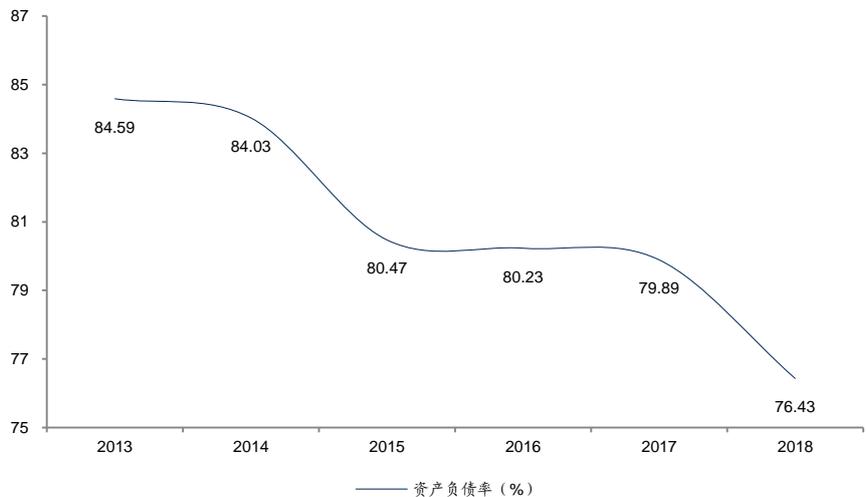


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

债转股降杠杆效果显著，偿债能力持续提升

报告期内，公司实施了较大规模的市场化债转股，此外还通过压降“两金”等措施来控制杠杆水平。资产负债率为 77.28%，同比下降 1.37pct。公司自 2013 年以来资产负债率连续 5 年实现下降，偿债能力持续提升。

图 6：公司近几年的资产负债率



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测与估值

我们将公司业务进行分拆，具体每项的预测如下。

核心假设：

- (1) 传统的核心业务基础设施建设市场份额稳定，保持稳健增长；
- (2) 房地产及勘察设计业务毛利率维持较高水平并趋于稳定；
- (3) 制造等其他新业务市场开拓较为顺利；

表 1：公司业务收入拆分（亿元）

收入预测	2017	2018	2019E	2020E	2021E
基建建设					
收入	5,965.81	6,242.11	6928.74	7621.62	8383.78
增长率	8.18%	4.63%	11.00%	10.00%	10.00%
毛利率	7.23%	7.42%	7.05%	7.05%	7.05%
房地产					
收入	303.52	433.24	467.90	505.33	545.76
增长率	-6.85%	42.74%	8.00%	8.00%	8.00%
毛利率	24.49%	24.63%	24.00%	24.50%	24.50%
制造					
收入	136.26	150.00	172.50	198.38	230.12
增长率	10.65%	10.08%	15.00%	15.00%	16.00%
毛利率	21.55%	23.82%	23.00%	23.00%	24.00%
勘察设计					
收入	129.71	146.10	163.63	183.27	207.09
增长率	11.67%	12.64%	12.00%	12.00%	13.00%
毛利率	29.84%	28.04%	31.00%	31.00%	32.00%
其他					
收入	398.38	432.91	480.53	533.39	597.40
增长率	12.67%	8.67%	11.00%	11.00%	12.00%
毛利率	25.70%	24.86%	24.50%	24.50%	25.00%
合计					
收入	6,933.68	7,404.36	8,213.30	9,041.98	9,964.14
增长率	7.77%	6.79%	10.93%	10.09%	10.20%
毛利率	9.75%	10.19%	9.85%	9.89%	9.99%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理及预测

可比公司估值

中国中铁的同业可比公司主要是其它工程施工企业，根据 wind 一致预期及我们的盈利预测数据，同行业可比公司 2019/2020 年估值均值为 10.7/9.0 倍，我们预测公司对应的估值为 6.9/6.0 倍，低于行业可比公司估值平均水平。

表 2: 行业同类公司估值比较

公司 代码	公司 名称	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE		投资评级
				2019E	2020E	2019E	2020E	
601669.SH	中国电建	4.68	716.0	0.55	0.6	8.5	7.8	无评级
601611.SH	中国核建	7.05	185.1	0.44	0.53	16.0	13.3	无评级
600039.SH	四川路桥	3.33	120.2	0.41	0.5	8.1	6.7	买入
601390.SH	中国中铁	6.01	1315.1	0.8	0.89	7.5	6.8	无评级
002060.SZ	粤水电	2.92	35.1	0.21	0.26	13.9	11.2	无评级
002062.SZ	宏润建设	3.45	38.0	0.35	0.41	9.9	8.4	无评级
	平均	4.57	401.6	0.46	0.53	10.7	9.0	--
601390.SH	中国中铁	5.77	1419.2	0.84	0.96	6.9	6.0	买入

资料来源: wind 一致预期、国信证券经济研究所分析师整理及预测 (除中国中铁、四川路桥外其他可比公司数据均来源于 wind 一致预期)

投资建议与评级

基建投资已经触底反弹,公司在手订单充沛,我们维持之前的盈利预测,预计公司 2019-2021 年净利润分别为 206/237/272 亿元,分别同比增长 20.0%/14.7%/14.7%,对应的 EPS 为 0.84/0.96/1.11 元,当前股价对应 PE 分别为 6.9/6.0/5.2 倍。介于公司的行业地位及交通强国战略的实施,我们认为合理估值区间应为 8-9 倍 PE,对应价格 6.72-7.56 元,维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	134476	134476	134476	138815	营业收入	740436	821331	904198	996414
应收款项	109490	121452	133706	147342	营业成本	664681	740440	814773	896853
存货净额	165241	184641	203003	223360	营业税金及附加	5740	6367	7009	7724
其他流动资产	216902	240599	264874	291888	销售费用	3537	3924	4320	4760
流动资产合计	651682	706740	761631	826976	管理费用	20664	27460	30892	35490
固定资产	64308	62974	60402	56660	财务费用	6953	5168	5226	5009
无形资产及其他	60233	57824	55414	53005	投资收益	4734	2578	2578	2578
投资性房地产	131020	131020	131020	131020	资产减值及公允价值变动	(708)	(13814)	(13814)	(13814)
长期股权投资	35433	44559	53686	62813	其他收入	(20191)	0	0	0
资产总计	942676	1003118	1062154	1130474	营业利润	22696	26735	30742	35341
短期借款及交易性金融负债	98179	105406	100739	98179	营业外净收支	15	516	516	516
应付款项	343801	384164	422367	464723	利润总额	22711	27251	31259	35858
其他流动负债	180481	187380	206244	227353	所得税费用	5275	6329	7260	8328
流动负债合计	622461	676949	729351	790255	少数股东损益	238	286	328	376
长期借款及应付债券	84026	84026	84026	84026	归属于母公司净利润	17198	20636	23671	27153
其他长期负债	14045	15370	16694	18019					
长期负债合计	98071	99396	100721	102045	现金流量表 (百万元)				
负债合计	720532	776345	830071	892300	净利润	17198	20636	23671	27153
少数股东权益	30362	30425	30497	30581	资产减值准备	(8527)	44	(61)	(58)
股东权益	191782	196348	201585	207593	折旧摊销	9817	8859	10209	11376
负债和股东权益总计	942676	1003118	1062154	1130474	公允价值变动损失	708	13814	13814	13814
					财务费用	6953	5168	5226	5009
关键财务与估值指标					营运资本变动	(31160)	(6422)	3441	3724
每股收益	0.70	0.84	0.96	1.11	其它	8590	19	134	141
每股红利	0.51	0.65	0.75	0.86	经营活动现金流	(3374)	36951	51207	56151
每股净资产	7.81	7.99	8.20	8.45	资本开支	(3551)	(18981)	(18981)	(18981)
ROIC	11%	10%	11%	12%	其它投资现金流	(13519)	0	0	0
ROE	9%	11%	12%	13%	投资活动现金流	(31337)	(28107)	(28107)	(28107)
毛利率	10%	10%	10%	10%	权益性融资	15325	0	0	0
EBIT Margin	6%	5%	5%	5%	负债净变化	3009	0	0	0
EBITDA Margin	8%	6%	6%	6%	支付股利、利息	(12634)	(16070)	(18434)	(21146)
收入增长	7%	11%	10%	10%	其它融资现金流	42720	7226	(4666)	(2560)
净利润增长率	7%	20%	15%	15%	融资活动现金流	38795	(8844)	(23100)	(23706)
资产负债率	80%	80%	81%	82%	现金净变动	4084	0	0	4338
息率	8.9%	11.3%	13.0%	14.9%	货币资金的期初余额	130392	134476	134476	134476
P/E	8.2	6.9	6.0	5.2	货币资金的期末余额	134476	134476	134476	138815
P/B	0.7	0.7	0.7	0.7	企业自由现金流	10279	16577	30910	35725
EV/EBITDA	15.5	17.7	16.9	16.4	权益自由现金流	56008	19836	22231	29319

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032