

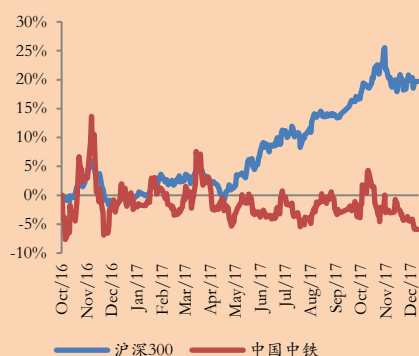


中国中铁 (601390)

投资评级: 买入

报告日期: 2018-01-02

股价走势:



研究员: 高欣宇

0551-65161836

gaoxy_pro@126.com

S0010517110002

研究员: 宫模恒

0551-65161836

gongmoheng@163.com

S0010512060001

联系人: 袁道升

0551-65161592

neilyds@163.com

改制国有独资, 建企龙头新气象

事件: 2017 年 12 月 29 日, 公司收到控股股东中国铁路工程总公司通知, 经国务院国有资产监督管理委员会批准, 中国铁路工程总公司由全民所有制企业改制为国有独资公司, 改制后中国铁路工程总公司名称变更为“中国铁路工程集团有限公司”, 由国务院国资委代表国务院履行出资人职责。中国铁路工程总公司的全部债权债务、各种专业和特殊资质证照等由改制后的中国铁路工程集团有限公司承继。

主要观点:

□ 改制国有独资, 建企龙头新气象

全民所有制企业不存在股东, 由上级主管机构主管, 改制为国有独资公司后, 建立健全的现代企业制度落地, 企业管理人员由政府任命改为由股东委派董事, 董事会选择聘任经理层。明确了出资人、董事会、监事会、经理层和党组织之间的权责边界, 有利于推动国有企业政企分开、完善公司法人治理结构, 提高企业经营管理水平。2017 年 5 月 10 日, 国务院办公厅印发了《国务院国资委以管资本为主推进职能转变方案》, 国资监管由“管企业”转向“管资本”, 公司制改革也迫在眉睫, 惟有进行公司制改革, 才能为混改等国改政策措施提供先决条件。近期, 央企集团改制案例落地明显提速, 2017 年 12 月份就有中国铁路工程总公司、中国移动通信集团公司、中国电信集团公司、中国航天科技集团等相继完成改制变更。央企集团平台是天然的国资运营平台, 参考宝钢、中国建材集团等改制案例, 改制后平台整合显著提速、上市平台战略定位更加清晰、上市资产质量和运营效率显著提升、改革配套措施相继推出, 受到资本市场青睐。

□ 业绩稳步增长, 盈利能力持续改善

公司 17 年前三季度营收稳步增长, 盈利能力持续改善, 全年业绩向好的态势已锚定。前三季度公司实现营收 4702.77 亿元, 同比增长 6.46%; 实现归母净利润 110.36 亿元, 同比增长 19.37%。公司前三季度毛利率 9.12%, 同比提升 0.1pct, 净利率 2.36%, 同比提升 0.25pct, 主要是高毛利的城轨业务占比提升以及国际大宗商品价格上涨带来矿产资源业务利润增长等原因所致。公司 17 年前三季度期间费用率为 5.22%, 同比上升 0.11pct, 主要是在职工薪酬增长, 以及研发投入加大的情况下, 管理费用率同比提升了 0.12pct 至 4.27%。公司前三季度还加大了资产减值损失的计提, 由去年同期的 9.35 亿大幅提升至 25.39 亿。

□ 在手订单充沛, 业绩成长有保障

公司目前在手订单充沛, 订单增速持续维持在高位, 未来业绩成长有保障。截至 2017 年三季度, 公司未完成合同额为 23216.9 亿元, 在手订单为 16 年营收的 3.6 倍, 业绩弹性十足。2017 年前三季度公司新签合同总额为 8980 亿元, 同比增长 23.7%, 其中主要是受到了公路及市政业务的带动, 前三季度公路/市政新签合同额 1752.5/4396.5 亿元, 同比分别增长 129.6%/34.7%。

□ 盈利预测与估值

公司改制完成后，资产质量和运营效率有望持续提升，后续混改等国改政策措施具备了先决条件。公司 2017 年前三季度业绩稳增，成本管控良好，盈利能力持续改善。作为央企建筑龙头，不断深耕 PPP 及“一带一路”市场，在中泰铁路项目打开海外高铁市场，以及国内城市轨交建设进入高峰期的推动下，业绩成长动力十足。目前公司 A H 股价比为 1.74，近一个月来 A 股溢价率微降。我们预测公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.65 元/股、0.75 元/股、0.83 元/股，对应 PE 分别为 12.87 倍、11.23 倍、10.15 倍，给予“买入”评级。

盈利预测：

单位：百万元

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	643357	714127	778398	840670
收入同比(%)	3%	11%	9%	8%
归属母公司净利润	12509	14888	17069	18878
净利润同比(%)	2%	19%	15%	11%
毛利率(%)	9.1%	9.5%	9.7%	9.9%
ROE(%)	8.5%	11.0%	11.3%	11.4%
每股收益(元)	0.55	0.65	0.75	0.83
P/E	15.32	12.87	11.23	10.15
P/B	1.37	1.52	1.36	1.22
EV/EBITDA	8	16	14	14

资料来源：wind、华安证券研究所

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	594,908	684,593	746,382	813,338	营业收入	643,357	714,127	778,398	840,670
现金	124,085	142,825	155,680	168,134	营业成本	584,495	646,285	702,893	757,444
应收账款	177,181	201,331	214,776	233,495	营业税金及附加	8,002	13,211	14,400	16,813
其他应收款	36,648	42,447	45,635	49,047	销售费用	2,560	2,748	3,005	3,275
预付账款	43,531	48,060	54,487	63,350	管理费用	27,078	29,850	32,459	35,193
存货	226,437	275,313	295,059	311,354	财务费用	2,144	5,988	7,685	8,151
其他流动资产	(12,974)	(25,384)	(19,255)	(12,043)	资产减值损失	3,880	3,000	3,000	3,000
非流动资产	159,601	135,283	129,909	121,708	公允价值变动收	(32)	61	(24)	(4)
长期投资	11,645	8,753	9,484	9,961	投资净收益	1,386	1,014	1,119	1,173
固定资产	48,765	45,677	42,588	39,500	营业利润	16,434	14,120	16,050	17,963
无形资产	51,763	48,313	45,092	42,086	营业外收入	1,778	1,389	1,490	1,552
其他非流动	47,427	32,541	32,745	30,161	营业外支出	540	596	601	579
资产总计	754,509	819,876	876,290	935,046	利润总额	17,672	14,912	16,939	18,936
流动负债	506,604	588,918	635,139	681,616	所得税	4,970	0	0	0
短期借款	56,184	121,699	133,566	147,925	净利润	12,703	14,912	16,939	18,936
应付账款	264,441	275,729	305,862	331,814	少数股东损益	194	24	(131)	58
其他流动负	185,979	191,490	195,711	201,877	归属母公司净利润	12,509	14,888	17,069	18,878
非流动负债	98,746	95,947	91,679	87,821	EBITDA	27,351	26,647	30,044	32,208
长期借款	59,039	59,039	59,039	59,039	EPS (元)	0.55	0.65	0.75	0.83
其他非流动	39,708	36,908	32,640	28,782					
负债合计	605,350	684,865	726,818	769,437					
少数股东权益	8,825	8,850	8,719	8,777					
股本	22,844	22,844	22,844	22,844					
资本公积	41,411	28,515	28,515	28,515					
留存收益	62,040	74,802	89,394	105,472					
归属母公司股东	140,334	126,162	140,754	156,832					
负债和股东权	754,509	819,876	876,290	935,046					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E	
经营活动现金	54,495	(37,320)	15,872	11,086	成长能力				
净利润	12,703	14,888	17,069	18,878	营业收入	3.08%	11.00%	9.00%	8.00%
折旧摊销	8,796	6,539	6,309	6,095	营业利润	4.87%	-14.09%	13.67%	11.92%
财务费用	4,071	5,988	7,685	8,151	归属于母公司净利	2.05%	19.02%	14.65%	10.60%
投资损失	(1,386)	(1,014)	(1,119)	(1,173)	获利能力				
营运资金变动	23,437	(66,806)	(16,918)	(23,918)	毛利率(%)	9.15%	9.50%	9.70%	9.90%
其他经营现	6,875	3,085	2,845	3,053	净利率(%)	20.19%	1.94%	2.08%	2.19%
投资活动现金	(17,477)	24,408	353	701	ROE(%)	8.52%	11.05%	11.33%	11.43%
资本支出	0	0	0	0	ROIC(%)	9.01%	14.15%	7.06%	7.26%
长期投资	(3,592)	2,892	(731)	(477)	偿债能力				
其他投资现	(13,885)	21,515	1,084	1,178	资产负债率(%)	80.23%	83.53%	82.94%	82.29%
筹资活动现金	(15,770)	48,133	(214)	3,479	净负债比率(%)	187.11	219.81%	196.88	189.51
短期借款	706	65,516	11,866	14,359	流动比率	1.17	1.16	1.18	1.19
长期借款	(4,542)	0	0	0	速动比率	0.73	0.69	0.71	0.74
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增	(343)	(12,896)	0	0	总资产周转率	0.88	0.91	0.92	0.93
其他筹资现	(11,591)	(4,487)	(12,081)	(10,881)	应收账款周转率	4.73	4.77	4.75	4.76
现金净增加额	21,248	35,220	16,011	15,265	应付账款周转率	2.57	2.64	2.68	2.64

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益(最新摊薄)	0.55	0.65	0.75	0.83	P/E	15.3	12.9	11.2	10.2
每股经营现金流(最新摊薄)	2.39	(1.63)	0.69	0.49	P/B	1.4	1.5	1.4	1.2
每股净资产(最新摊薄)	6.14	5.52	6.16	6.87	EV/EBITDA	7.67	15.54	14.11	13.69

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

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。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。