

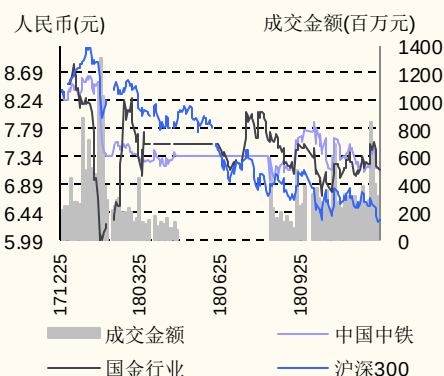
中国中铁 (601390.SH) 买入 (首次评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 7.12 元
 目标价格 (人民币): 8.46-8.46 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	18,636.91
流通港股 (百万股)	4,207.39
总市值 (百万元)	162,651.43
年内股价最高最低 (元)	8.65/6.96
沪深 300 指数	3038.20
上证指数	2527.01



进入高质量发展阶段，经营效益改善空间大

公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益 (元)	0.548	0.703	0.855	1.028	1.230
每股净资产 (元)	6.14	6.80	7.59	8.45	9.41
每股经营性现金流 (元)	2.38	1.44	1.14	1.48	1.39
市盈率 (倍)	13.06	10.17	8.36	6.95	5.81
净利润增长率 (%)	2.05%	28.44%	21.61%	29.13%	19.60%
净资产收益率 (%)	8.91%	10.34%	11.27%	12.17%	13.07%
总股本 (百万股)	22,844.30	22,844.30	22,844.30	24,540.77	24,540.77

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 固有印象需要与时俱进，央企去杠杆/高质量发展背景下盈利能力提升是最可能出路：我们认为除了基建补短板的宏观逻辑改善之外，央企去杠杆的硬约束将倒逼公司进入高质量发展阶段。假设 2020 年 75% 的资产负债率目标，公司 2018-20 年的累计股权融资/总负债的增加/累计净利润呈现确切的相关关系；我们将公司的总负债分拆为现金流负债/产业链负债及并表负债后发现：1) 公司的经营性现金流已经足够优秀 (2017 年收现比为 110%，我们设立的当期收现比指标数据也高达 73% 位列核心建筑公司之首)，因此现金流负债的边际改善空间较小；2) 在当期收现比为 73% 情况下，公司需要通过预收账款/应付账款等产业链负债方式保持合理的现金流水平，只要公司营收持续增长产业链负债就会持续增长；3) 在 PPP 回表趋势下，公司的并表负债预计也将上升，2018 年前三季度公司的并表负债净增加 346 亿元。因此，公司去杠杆的方式更可能是加大股权融资及提升盈利能力以改善业绩两种途径，但股权融资过多会对二级市场产生压力。只有改善经营质量才是同时满足去杠杆/高质量发展/股东利益三方诉求的方式。
- 经营质量的确存巨大改善空间：1) 经营质量核心提升路径：毛利率的提升：①从偏施工走向偏管理提升管理效率。通过比较 8 大建筑央企人均产值/高中及以下学历员工人数占比/分包费用占总成本比重，我们发现公司人均产值较低 (仅为中国交建的约 6 成) 原因在于高中及以下学历员工人数占比近 6 成 (中国交建仅 3 成) 过高，以及公司的分包费用占总成本比重仅 11% (中国交建为 37%) 过低，因此公司更偏向于是一家施工企业，但这也给公司从施工走向管理提供了充足空间；②订单结构趋势性变化提升毛利率。自 2010 年以来，公司的市政/公路订单占比从 37.2% 提升至 52.2%；2015 以来公司的投资类订单占基建业务比例从 5.5% 提升到 2017 年的 27.9%；③基建业务毛利率与 PPI 存在较为明显的负相关关系，我们预计 2019 年 PPI 将处于下行通道当中，由此将进一步确定公司毛利率提升趋势；2) 短期经营质量的快速改善：①我们预计物贸业务减值损失已基本计提完毕。②我们预测在减费降税大背景下公司税费有望进一步下降。

投资建议及估值

- 预计 2018-20 年 EPS 为 0.86/1.03/1.23 元，若 2019 年债转股完成叠加发行 50 亿永续期债，公司 2018-20 年 EPS 将摊薄至 0.82/0.98/1.17 元，未来 6-12 月目标价 8.46 元 (8.6x2019 摊薄 EPS)，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：管理效率提升/基建补短板低于预期风险、应收账款减值风险等。

黄俊伟 分析师 SAC 执业编号: S1130517050001
 (8621)60230241
 huangjunwei@gjzq.com.cn
 曾智勤 联系人
 zengzhiqin@gjzq.com.cn

内容目录

1. 与众不同的观点：中国中铁料将进入高质量发展阶段.....	5
2. 中国中铁的“投资印象”：基建松、估值升、业绩稳.....	7
2.1 中国中铁“投资策略”：“只要放基建则可买入”.....	7
2.2 中国中铁的基本面印象：基建龙头，坚如磐石.....	9
3. 固有投资印象需与时俱进：央企去杠杆将倒逼公司进入高质量发展.....	10
3.1 “央企去杠杆”政策料将促使企业进入高质量发展.....	10
3.2 总负债仍将上升与去杠杆强约束的解决办法：提升盈利能力.....	11
4. 提升盈利能力是边际改善空间最大的高质量增长选项.....	17
4.1. 基建业务订单体量庞大但毛利率才是核心.....	17
4.2 毛利率提升路径一：从施工走向管理.....	21
4.3 毛利率提升路径二：盈利能力高的业务占比正在提升.....	23
4.4 毛利率提升路径三：原材料价格上涨料逐渐趋弱，利于基建业务毛利率提升.....	24
4.5 不仅是毛利率，减值损失下降及减费降税将进一步提升公司盈利能力.....	24
5. 其他核心业务：房地产/矿产高增可期，勘察设计/工业制造具强大实力.....	27
5.1 房地产业务：土储货值极为充足，近3年料高速发展.....	27
5.2 矿产资源业务：潜龙在渊，蓄势待发.....	29
5.3 勘察设计咨询业务：订单稳定增长，市占率有望持续提升.....	33
5.4 工业制造业务：交通领域高端装备制造的绝对的龙头.....	35
6. 盈利预测和估值.....	35
6.1 预测公司 2018-2020 年业绩增速分别达 22%/29%/20%.....	35
6.2 分部估值给予公司 2019 年目标价 8.46 元，对应 18%上涨空间.....	36
7. 风险提示.....	37

图表目录

图表 1：公司历史上股价上涨大周期都是由宏观逻辑变化所致.....	8
图表 2：近期基建稳增长重磅政策汇总.....	8
图表 3：公司营业收入长久保持稳定增长.....	10
图表 4：公司归母净利润长久保持较快增长.....	10
图表 5：公司历史 ROE 一直维持 10%左右的水平.....	10
图表 6：公司经营性现金流多数时候为正.....	10
图表 7：2016 年以来国家各部委持续出台措施指导央企去杠杆.....	11
图表 8：股权融资 200/300/400 亿元时，净利润增速 0-20%对应的债权融资净增加额为 21.8-111.5 亿元.....	12
图表 9：“现金流负债”与经营性现金流量呈现明显负向关系.....	13
图表 10：公司历史收现比一直处于高位.....	14
图表 11：公司收现比处于所有核心建筑公司之首.....	14

图表 12: 公司当期收现比历史维持在 73%高位	14
图表 13: 公司当期收现比仍为核心建筑公司之首	14
图表 14: 产业链负债一直处于持续上升的态势	15
图表 15: 1-9 月并表负债融资远超并表股权融资	16
图表 16: 历史并表负债金额大	16
图表 17: 去杠杆四种路径对比, 改善经营质量是最优去杠杆途径	17
图表 18: 公司基建建设业务营收保持稳健增长	18
图表 19: 公司基建建设业务新签订单保持较快增长	18
图表 20: 公司基建建设业务未完成合同金额高增	18
图表 21: 公司铁路业务市占率连续多年保持第一	19
图表 22: 公司铁路业务新签订单受铁路行业投资超预期影响增速回升	19
图表 23: 市政工程占基建业务比例逐渐提升	19
图表 24: 公司市政工程新签订单保持较高增速	19
图表 25: 公司城市轨道交通新签订单维持高位	20
图表 26: 公司公路业务订单新签订单增速有所下滑	20
图表 27: 影响基建业务毛利率的主要是原材料价格、营改增以及订单结构的变化	20
图表 28: 公司基建业务毛利润影响较大的是毛利率而非营收	21
图表 29: 中国中铁的税前利润率在 8 大建筑央企基建业务中处于低水平	22
图表 30: 对标中国交建的税前利润率, 公司公路和市政盈利能力仍有提升空间	22
图表 31: 公司的人均产值八大央企和上海建工/隧道股份等 10 家公司中位列倒数第三位	22
图表 32: 公司过去几年管理能力持续提升	22
图表 33: 中国中铁分包费用占总成本比重很低	23
图表 34: 中国中铁专科及以下学历员工占比高达近 60%	23
图表 35: 公司市政和公路业务毛利率高于铁路业务	23
图表 36: 公司毛利率较高的市政业务占基建比例上升	23
图表 37: 公司新签投资类项目占基建新签订单比例快速上升	24
图表 38: 历史上基建业务毛利率与 PPI 存在较为明显的负相关关系	24
图表 39: 八大央企近年集中大幅计提资产减值损失	25
图表 40: 中国中铁近年连续谨慎严格大额计提减值	25
图表 41: 公司近年资产减值损失分布情况 (单位: 百万)	25
图表 42: 公司近年坏账冲回金额较大	26
图表 43: 公司近年坏账核销金额较小	26
图表 44: 增值税三档变两档下调 5%情况下公司利润增厚幅度居八大央企之首	27
图表 45: 公司房地产业务营收增速回升	28
图表 46: 公司房地产业务销售金额大幅增长	28

图表 47: 公司房地产可供出售面积极为充足.....	28
图表 48: 公司房地产业务毛利率受行业宏观调控影响略有向下.....	28
图表 49: 房地产业务业绩受营收增长影响更大.....	29
图表 50: 中铁资源国内产业布局.....	30
图表 51: 中铁资源国外产业布局.....	30
图表 52: 公司矿产资源项目进展情况.....	30
图表 53: 铜吨单价虽有下滑趋势维持在较高位置.....	31
图表 54: 中铁资源近年净利润大幅上升 (亿元)	31
图表 55: 2018 年以来钼精矿价格较 2017 年大幅上涨 41%.....	32
图表 56: 华刚矿业近年来净利润快速增长.....	33
图表 57: 预计中铁资源 2018 年业绩有望大幅增长.....	33
图表 58: 公司勘察设计咨询业务营收稳定增长.....	34
图表 59: 公司勘察设计咨询业务新签订单高速增长.....	34
图表 60: 全国工程勘察设计咨询市场规模较稳定.....	34
图表 61: 公司勘察设计咨询业务市占率逐渐提升.....	34
图表 62: 公司勘察设计业务毛利率因业务量提升有所下降.....	34
图表 63: 公司工业制造业务营收稳定增长.....	35
图表 64: 公司工业制造业务新签订单持续创新高.....	35
图表 65: 预计 2018/2019/2020 年公司归母净利润 195.38/252.31/301.76 亿元	36
图表 66: 公司 2018 年分部业绩预测.....	37
图表 67: 采用分部估值法计算公司合理市值为 1952 亿元.....	37
图表 68: 考虑权益类融资稀释 EPS 后, 公司合理估值为 8.63 倍	37

1. 与众不同的观点：中国中铁料将进入高质量发展阶段

高质量发展的必要性

- 市场对中国中铁的固有的“投资印象”是基建松、估值升、业绩稳，但我们认为当前时点除基建补短板宏观逻辑之外，公司由下而上的基本面也在逐渐发生改变。我们认为公司将伴随中国经济走向“高质量发展”而进入新的发展阶段，而“央企去杠杆”则会倒逼公司进入高质量发展阶段。
- 2020 年资产负债率降低至 75%是国资委的硬性考核要求，降低资产负债率常用的三种方式是股权融资/降低负债净增加额/提升经营质量。
- 1) 股权融资：容易稀释母公司的 EPS，而且当前估值下公司的长期股权融资成本约为 10%，导致股价承压。考虑国资委目前对国有资产的保值增值的要求，我们认为公司采用过多股权融资会面临较大压力。
- 2) 降低负债净增加额：我们把中国中铁的负债分为“现金流负债”和“并表负债”和“产业链负债”。
 - 现金流负债=筹资活动产生的现金流净额。①纵向对比，公司收现比大多数位于 95%以上，很多时候高于 100%，2018H1 甚至达到了 110%左右。横向比较，公司收现比优于其他建筑央企、地方国企以及各子版块龙头公司；②当期收现比=当年收到的现金/当年营收，即当年以现金形式收回的营收。公司历史当期收现比维持在 73%左右，同样位于各子行业龙头公司之首。因此，我们认为公司的经营性现金流回款已经足够优秀，通过进一步改善经营性现金流来降低现金流负债的边际改善空间较小。
 - 产业链负债=应付票据及应付账款+预收款项+合同负债。从历史来看，公司的产业链负债规模一直处于持续提升的状态，2018Q3 产业链负债规模为 4227 亿元，较年初增加了 17 亿元。我们认为公司经营规模的扩大通常会带来产业链负债的规模的上升。
 - 并表负债：新增并表公司所带来的负债，主要是指合并范围的增加从而导致体外负债“体内化”，进而增加合并报表范围内的负债。PPP 回表是央企的大势所在，我们认为 PPP 项目“回表”趋势的延续会带来并表负债的持续增加。
 - 因此在现金流负债改善空间不大、产业链负债随公司规模扩大而上升、PPP 并表趋势增加并表负债的情况下，我们认为公司通过降低负债净增加额的方式降杠杆难度较大。
- 3) 提升经营质量：同时满足公司去杠杆、高质量发展以及二级市场诉求的方法。

高质量发展的路径

- 提升盈利能力是边际改善空间最大的高质量增长选项：①基建业务的毛利率提升；②资产减值损失的大幅下降；③在整体减费降税大背景下的税收下降。我们认为毛利率的提升是公司经营质量的长期改善途径。
- 公司基建业务庞大（占营收 86%），未完成合同金额达 2.35 万亿元，为 2017 年对应营收的 3.9 倍。同时，公司在铁路/城轨/高速公路市占率为 45%/50%/12%，但其极强的竞争力并未带来议价能力的提升，基建业务毛利率总体仍低（7.6%）。通过对历史数据的分析，我们发现对公司基建业务毛利影响较大的是毛利率而非营收。
 - 提升毛利率路径一：通过比较 8 大建筑央企人均产值/高中及以下学历员工人数占比/分包费用占总成本比重，我们发现公司人均产值较低（仅为中国交建的约 6 成）原因在于高中及以下学历员工人数占比近 6 成（中国交建仅 3 成）过高，以及公司的分包费用占总成本比重仅

- 11%（中国交建为 37%）过低，因此公司更偏向于是一家施工企业，但这也给公司从施工走向管理提供了充足空间。
- 提升毛利率路径二：订单结构趋势性变化提升毛利率。自 2010 年以来，公司的市政/公路订单占比从 37.2%提升至 52.2%；2015 以来公司的投资类订单占基建业务比例从 5.5%提升到 2017 年的 27.9%。
 - 提升毛利率路径三：基建业务毛利率与 PPI 存在较为明显的负相关关系，我们预计 2019 年 PPI 将处于下行通道当中，由此将进一步确定公司毛利率提升趋势
 - 短期经营质量的快速改善：①我们预计物贸业务减值损失已基本计提完毕。②我们预测在减费降税大背景下公司税费有望进一步下降。

其他核心业务：锦上添花

- 房地产业务的净利率预计约 10%，是贡献业绩第二大业务板块。房地产业务板块的营收增速是影响公司房地产业务分部业绩的核心因素。截至 2017 年底，中国中铁权益总土储货值 4593 亿元，位列所有房企第 14 位。截止至 9 月末公司累计签约金额 364 亿元，同比增长 51%。考虑公司土储丰富，销售额高增，房地产业务高增可期。
- 受益于铜、钴和钼等金属价格的回升，公司矿产资源业务近年扭亏为盈，且联营企业华刚矿业二期有望持续增厚公司业绩。我们预计 2018 年公司资源板块业绩高达 15.16 亿元，同比增长 141%。
- 公司的铁路/城轨设计能力领先，且勘察设计业务市占率不断提升，2017/2018H1 新签订单增速为 39%/8.4%，预计在设计行业整体集中度提升的背景下，公司设计业务凭借强大的能力保持稳健的增长。
- 公司是交通领域高端装备制造的绝对龙头，在技术壁垒较高的高速道岔（250 公里时速以上）业务市占率为 65%，重载道岔市场占有率 50%以上，是亚洲最大、全球第二大盾构研发制造商，市占率 40%。预计在基建补短板以及高铁投资增长的背景下，公司的工业制造业务将实现稳定增长。

投资建议和估值

- 预计 2018-20 年 EPS 为 0.86/1.03/1.23 元，若 2019 年债转股完成叠加发行 50 亿可续期债，公司 2018-20 年 EPS 将摊薄至 0.82/0.98/1.17 元，未来 6-12 月目标价 8.46 元（8.6 x2019 摊薄 EPS），首次覆盖给予“买入”评级。

2. 中国中铁的“投资印象”：基建松、估值升、业绩稳

2.1 中国中铁“投资策略”：“只要放基建则可买入”

- **公司股价上涨大周期历来都是由自上而下的宏观逻辑边际改善所致。**市场对于建筑蓝筹的认识几乎从来都是自上而下投资逻辑，只有宏观有边际改善才会重点关注建筑蓝筹，自下而上的角度则很少受到投资者关注。从中国中铁的历史复盘来看，公司股价历史上大的上涨周期都是宏观逻辑有较大边际改善后迎来估值提升，自下而上的业绩超预期所引起的涨幅远低于自上而下的宏观改善。似乎投资中国中铁的逻辑就一条：“只要放基建就可以买入”，且依照该逻辑投资中国中铁胜率可能还相当高。
- **公司历史上共有四次大的上涨周期。**我们选取阶段性上涨超过 30% 为一个大的上涨周期，公司上市以来一共经历了四次上涨大周期，分别是 2008.11-2009.07（涨幅超 50%），2012.08-2013.01（涨幅约为 35%），2014.07-2015.06（涨幅约为 700%），2016.08-2016.12（涨幅约为 50%）。
- **2008.11-2009.07（涨幅超 50%）：“四万亿投资计划”+财政货币双发力，带动业绩表现超预期。**金融危机后我国经济持续低迷，在此背景下，2008 年 11 月国家出台“四万亿投资计划”刺激经济复苏。2008 年 10-12 月先后四次降准，存贷款基准利率共下调 1.89%，经济于 2009 年初进入宽货币宽信用阶段；同时加大铁路等基建投资，基建投资增速不断上行，至 2009 年 6 月达到顶点 50%。政策和资金面向好带动公司订单营收双高增（2009 年中国中铁累计新签订单 6018 亿元，同增 41%；营收同增 48%）；叠加当年公司的半年报业绩表现超预期（2009H1 归母净利同增 61%），从而推动公司股价在 2008 年 11 月见底以后快速回升，10 个月内录得涨幅超过 50%。
- **2012.08-2013.01（涨幅约为 35%）：两次降准降息，叠加地方投资带动基建投资增速重回 20% 以上以托底经济。**截至 2012Q2，GDP 当季同比增速再次连续 6 季度下滑，经济表现疲软。但央行政策相较上一轮基建宽松相对谨慎，共进行两次降准两次降息（存款基准利率共下调 0.5%，贷款基准利率共下调 0.56%）。在 2012 年 7 月之后，地方政府密集出台多项经济投资计划，拉动基建投资增速上行，2013 年 2 月基建投资增速重回 20% 以上。在此轮基建宽松刺激下，中国中铁受益 2012/2013 年新签订单分别达 7310/9297 亿元，同增 28%/27%。在建筑央企同期增速中枢下移的背景下业绩表现较为突出，从而推动公司股价从低位反弹，在 5 个月内回升 35%。
- **2014.07-2015.06（涨幅约为 700%）：A 股整体牛市+货币宽松，“一带一路”重磅政策持续给基建板块升温。**1) 2014 年下半年开始牛市 2.0 带来大量的资金入市，A 股市场整体水涨船高；2) 从宏观政策环境来看，2014 年 7 月至 2015 年 6 月，央行降准 4 次、降息 3 次，释放出强烈的货币宽松信号；3) “一带一路”提出于 2013 年，但实质性的政策文件开始于 2014 年 6 月中国与科威特签订《科中关于丝绸之路经济带和科威特丝绸城建结合谅解备忘录》等 10 份合作协议。此后，中国和沿线国家开始陆续签订重大合作协议。2014 年 12 月，中央经济工作会议将“一带一路”列为国家三大战略之一。2015 年 3 月，《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》发布，“一带一路”顶层规划设计完成，基建板块加速冲顶，一年之内中国中铁股价涨幅约为 700%。
- **2016.08-2016.12（涨幅约为 50%）：“熔断”造就新低点，行业融资体制变革助力股价强势反弹。**2016 年年初两次“熔断”加速 A 股整体下跌，公司股价跟随持续向下。2016 年，PPP 在建筑行业从萌芽迈向高速发展。2016 年 8 月，发改委印发的《关于切实做好传统基础设施领域政府和社会资本合作有关工作的通知》建章立制，PPP 项目逐步开始明朗，促使后续政策文件陆续印发。公司 2016 年 PPP 项

目占比由 2015 年 5.5% 大幅提高至 29.6%，股价也随着行业整体受到热捧而快速上涨 50%。

图表 1：公司历史上股价上涨大周期都是由宏观逻辑变化所致



来源：Wind，国金证券研究所

- 当前时点，基建稳增长重磅政策不断出台，基建“补短板”料将贯穿 2019 年。自 7 月 31 日中央政治局确定“加大基础设施领域补短板的力度”、“基建稳增长”大方向以来，相关的重磅政策不断出台；，坚定做好去杠杆工作，把握好力度和节奏，协调好各项政策出台时机；8 月 7 日，中国铁路总公司相关人士确认，2018 年铁路固定资产投资额 8000 亿元以上，远超中铁总年初 7320 亿元的投资安排；8 月 14 日，财政部公布了《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》，明确提出要加快专项债券发行进度；9 月 27 日，交通运输部发言人表示交通部正在加快推进基建补短板各项工作，抓紧制定时间表和路线图，《关于加大交通基础设施补短板工作方案（2018-2020 年）》将印发；10 月 31 日国务院办公厅下发指导意见大力支持基建补短板，提出“聚焦短板、协同发力、分类施策、防范风险”四大原则，总体上表态要在严格防范地方债务风险同时加快规划、审批并推动重大基建项目实施，实际欲加速基建补短板成效释放。我们认为强监管节奏放缓，货币信贷边际宽松，基建最大压制因素得到缓解。当前时点，出口和消费承压，中美贸易战充满变数，基建托底经济作用增强，基建“补短板”或将贯穿整个 2019 年。

图表 2：近期基建稳增长重磅政策汇总

时间	机构/场合	核心内容
7 月 23 日/26 日	国务院常务会议/国务院政策例行吹风会	两大会议均指出要加快 1.35 万亿元地方政府专项债券发行和使用进度，在推动在建基础设施项目上早见成效
7 月 26 日	川藏铁路施工现场	李克强提出要通过扩大有效投资加快中西部基建补短板
7 月 31 日	中央政治局会议	会议强调经济运行稳中有变，要把基建补短板作为供给侧改革重点任务

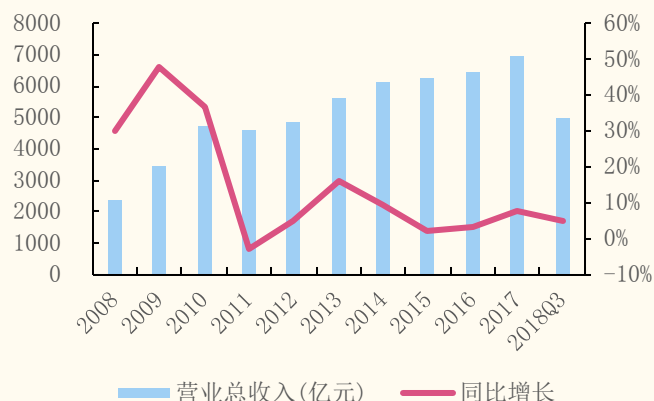
时间	机构/场合	核心内容
8月7日	中国铁路总公司	预计2018年铁路固定资产投资额将达8000亿元以上，远超中铁总年初7320亿元的投資安排
8月14日	财政部	《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》明确提出要加快专项债券发行进度，文件规定，8-9月份将发行近9300亿规模的新增专项债，剩余2700亿将在10月份集中发行
8月15日	发改委	再次强调要把补短板作为深化供给侧结构性改革的重点任务，加强基建补短板力度
8月22日	各地	发改委重启轨交项目审批，多地地铁工程建设加速
8月28日	财政部	强调积极财政政策要更加积极，加快基建补短板和地方债发行节奏，保障必要的在建工程项目建设
8月30日	国家发改委	加大西部地区关键领域和薄弱环节补短板力度，抓紧推进西部重大工程建设
9月27日	交通部	《关于加大交通基础设施补短板工作方案（2018-2020年）》近期将印发，将补齐新型城镇化建设等6个短板，重点抓好京津冀及雄安新区建设等10大工程。今年底完成铁路建设投资7320亿元，公路水路投资1.8万亿元
10月12日	各地方	各地纷纷部署推进“六稳”工作，多地“大手笔”部署稳投资，加快交通、环保等重大项目建设
10月24日	交通部、通信部等	多部门正酝酿农村基建重点“施工图”，地方层面也将加大投资力度推进基础设施建设，业内估计2018至2020年农村基建规模或将达到4.52万亿元
10月31日	中央政治局会议、国务院	中央政治局会议强调要实施好积极财政政策和稳健货币政策，做好“六稳”工作；同日重磅文件《关于保持基建补短板力度的指导意见》发布，意见提出亟需聚焦基础设施领域突出短板，保持有效投资力度，并提出了包括铁路、公路建设在内的九大重点建设任务及十大配套措施。
11月15日	发改委定时主题新闻发布会	10月发改委共审批核准固定资产投资項目9个，其中审批6个，核准3个，总投资918亿元。主要集中在交通运输、能源等领域
12月19日	发改委	发改委加快轨交批复速度，近1个月内密集批复上海、重庆轨交建设规划，同意调整杭州、济南轨交规划，涉及资金高达4028.58亿元

来源：中国政府网，各部委网站，国金证券研究所

2.2 中国中铁的基本面印象：基建龙头，坚如磐石

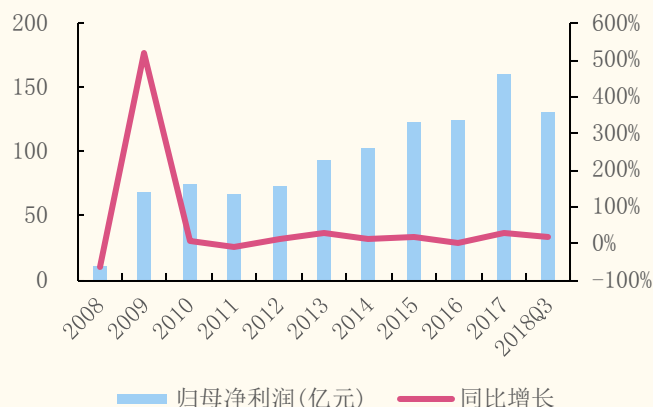
- 由于历史上公司股价“上涨大周期”都是由自上而下的宏观逻辑边际改善所致，市场往往忽视了公司的基本面情况，或者说公司的基本面非常稳定以至于不用花太多时间去预测未来的业绩表现，市场对于公司的基本面可能就一个字可以概括：“稳”。事实上，公司的历史基本面确实比较稳定，无论宏观的经济条件如何变化，公司业绩总能持续稳定增长。
- 1) 公司长期保持稳定增长，近十年业绩复合增速 17.6%。①公司近十年营收复合增速 14.4%，归母净利润复合增速 17.6%，公司营收和利润总体保持稳定增长；此外，公司极少进行股权融资，在目前正在实施的债转股之前仅进行过一次股权融资（2015 年向中国铁路工程集团等特定机构增发 15.44 亿股，募资 120 亿元投向城市轨道交通建设等项目），因此可以把净利润复合增速近似看作 EPS 复合增速。②自 2012 年以来，公司的营收增速位于 1.9%和 15.8%区间以内，整个 A 股只有 35 家公司满足这个条件；归母净利润增速位于 2.1%和 28.4%区间以内，整个 A 股只有 32 家公司满足这个条件。而同时满足这两个条件的公司只有 3 个。③近 2 年虽然国内基础设施投资增速开始下滑，但公司 2017/2018Q3 实现营业总收入 6934/4958 亿元，同比增长 7.8%/5%；2017/2018Q3 归属于母公司所有者净利润 161/130 亿元，同比增长 28.4%/18.2%，再次印证了公司在整体基建下行周期中逆势实现高增长的能力。

图表 3：公司营业收入长久保持稳定增长



来源：Wind，国金证券研究所

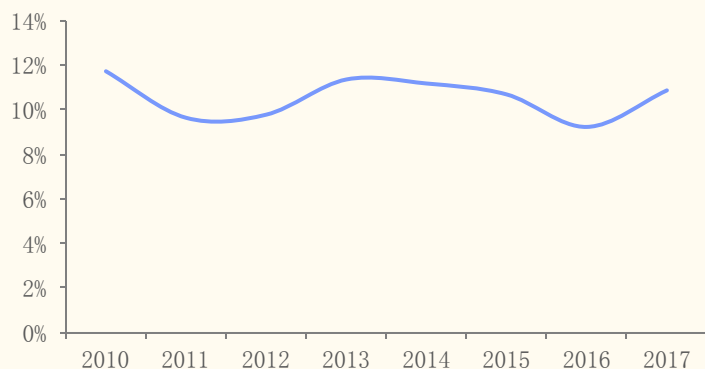
图表 4：公司归母净利润长久保持较快增长



来源：Wind，国金证券研究所

- 2) 公司 ROE 稳定维持在 10% 左右，经营性现金流多数时候为正数。得益于良好的经营，公司近年 ROE 较为稳定，在 10% 上下波动，公司净资产规模 2018 年 H1 已达 1643 亿元，如此庞大的净资产规模多年维持 10% 左右的 ROE 水平已属不易。此外，从公司经营性现金流量的表现来看，公司仅在极少数年份因部分项目业主资金紧张无法按合同及时支付工程款及结算款而出现经营性现金流净额为负数，多数情况下公司因强大的议价能力和积极实施现金流管理规划让经营性现金流保持正数。

图表 5：公司历史 ROE 一直维持 10% 左右的水平



来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：公司经营性现金流多数时候为正



来源：Wind，国金证券研究所

- 因此，公司历史上的业绩表现确实非常稳，似乎直接进行简单的假设和最终的实际结果也不会出太多的偏差。况且中国中铁的业务结构复杂，影响业绩的因素太多以至于即便进行深入的研究也很难得到较为精确合理的业绩预测结果。

3. 固有投资印象需与时俱进：央企去杠杆将倒逼公司进入高质量发展

3.1 “央企去杠杆”政策料将促使企业进入高质量发展

- 我们认为中国中铁未来发展和历史最大的区别在于“公司将进入高质量发展阶段”：①整个中国的未来经济发展特征都将打上“高质量”的标签，公司作为央企势必响应上层的发展思路，改善经营质量从高速增长进入高质量增长；②高质量增长最直接的体现是自上而下推行的“央企去杠杆”政策，自 2016 年以来，国务院、发改委、财政部等众多部门连续出台政策指导央企去杠杆的工作，对央企发展来说可以说是“最强的约束条件”，我

们认为“央企去杠杆”给予央企一个很好的契机去进行管理改革及经营效率的提升。

图表 7：2016 年以来国家各部委持续出台措施指导央企去杠杆

日期	对象	政策	内容
2016/10/10	国务院	《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》	推进供给侧结构性改革、重点做好“三去一降一补”，积极推进企业兼并重组，明确企业降杠杆的主体责，强化国有企业降杠杆的考核机制。
2016/12/23	发改委	《市场化银行债权转股权专项债券发行指引》	国有资本投资运营公司、地方资产管理公司等市场化债转股实施机构，在向设于国家发展改革委的“积极稳妥降低企业杠杆率工作部际联席会议办公室”报送项目基本信息后，即可申报发行债转股专项债券。
2016/11/22	财政部，国家税务总局	《关于落实降低企业杠杆率税收支持政策的通知》	把去杠杆列为供给侧结构性改革“三去一降一补”的五大任务之一，推出包括企业重组可享所得税递延纳税优惠等八项降低企业杠杆率的税收支持政策。
2017/4/18	发改委	《关于 2017 年深化经济体制改革重点工作的意见》	强化企业特别是国有企业财务杠杆约束，推进资产证券化，支持市场化法治化债转股。
2017/7/15	发改委	《关于发挥政府出资产业投资基金引导作用推动市场化银行债权转股权相关工作的通知》	支持现有政府出资产业投资基金或新设政府出资市场化债转股专项基金参与市场化债转股项目；可以吸引符合条件的银行和市场化债转股实施机构以及其他各类社会资本参与；政府出资产业投资基金各出资方应当按照“利益共享、风险共担”的原则。
2017/8/23	国务院	国务院常务会议	部署推进央企深化改革降低杠杆工作，促进企业提质增效
2018/4/2	中共中央委员会	中央财经委员会会议	要求地方政府和企业特别是国企尽快把杠杆降下来，努力实现宏观杠杆率稳定和逐步下降
2018/5/11	中央全面深化改革委员会	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	坚持全覆盖与分类管理相结合，完善内部治理与强化外部约束相结合，通过建立和完善国有企业资产负债约束机制，强化监督管理，做到标本兼治，促使高负债国有企业资产负债率尽快回归合理水平。
2018/8/8	发改委、央行、财政部、银保监会、国资委	《2018 年降低企业杠杆率工作要点》	充分发挥国有企业资产负债约束机制作用，根据风险大小程度分别列出重点关注和重点监督企业名单，并明确其降低资产负债率的目标和时限。要开展债转股优先股试点，鼓励依法依规以优先股方式开展市场化债转股，探索以试点方式开展非上市非公众股份公司债转股优先股。

来源：各部委文件，国金证券研究所

3.2 总负债仍将上升与去杠杆强约束的解决办法：提升盈利能力

- 一个公司的总资产的增加，一方面是净资产的增加，另外一方面则是负债的增加。由于国资委考核的资产负债率是合并报表口径下的杠杆率，我们如下的分析是建立在合并报表基础上的测算，并假设中国中铁 2020 年合并报表的目标资产负债率为 75%。2017 年年底公司合并报表的净资产为 1697 亿元，公司的合并报表总负债为 6744 亿元，合并报表的资产负债率为 78.52%，假设 2018-2020 年公司的合并报表年均净利润为 P，累计股权融资额度为 E，负债净增加额为 D。则 2020 年资产负债率 75%的目标有下述公式（按 2017 年 16%的股利支付率）：

$$\frac{6744 + D}{1697 + 6744 + 3P * 84\% + E + D} = 75\%$$

- 以下是股权融资 200/300/400 亿元时，净利润增速 0-20%对应的债权融资净增加额测算：

图表 8：股权融资 200/300/400 亿元时，净利润增速 0-20%对应的债权融资净增加额为 21.8-1111.5 亿元

股权融资额（亿元）	净利润增速	2018	2019	2020	年均净利润（亿元）	总负债净增加额（亿元）
200	0%	142	142	142	142	21.8
	5%	149.1	156.6	164.4	156.7	132.8
	10%	156.2	171.9	189.1	172.4	251.3
	15%	163.3	187.8	216	189.1	377.4
	20%	170.4	204.5	245.4	206.8	511.5
300	0%	142	142	142	142	321.8
	5%	149.1	156.6	164.4	156.7	432.8
	10%	156.2	171.9	189.1	172.4	551.3
	15%	163.3	187.8	216	189.1	677.4
	20%	170.4	204.5	245.4	206.8	811.5
400	0%	142	142	142	142	621.8
	5%	149.1	156.6	164.4	156.7	732.8
	10%	156.2	171.9	189.1	172.4	851.3
	15%	163.3	187.8	216	189.1	977.4
	20%	170.4	204.5	245.4	206.8	1111.5

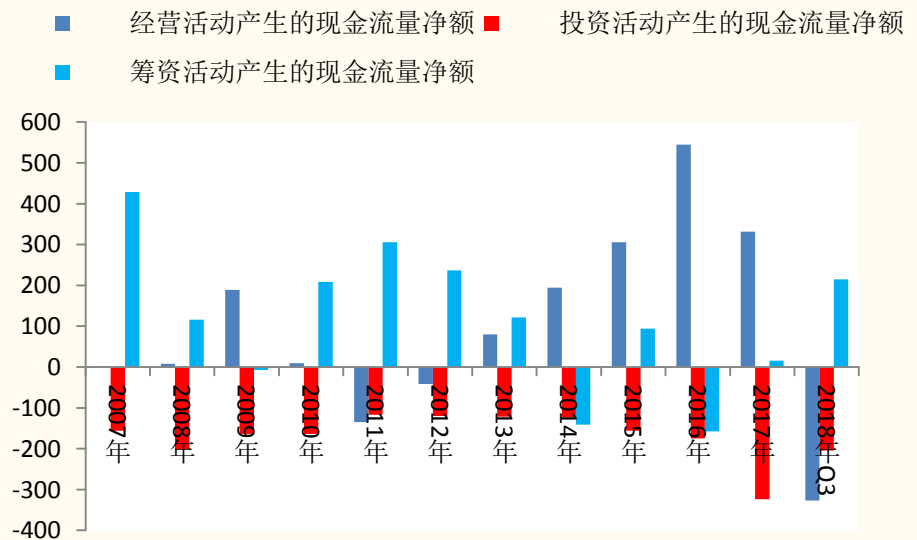
来源：Wind，国金证券研究所

- 很显然，公司的股权融资越多、净利润增速越快、总负债的净增加额越小，公司的杠杆率就越低，那么这三种途径中，公司未来更倾向于采用哪种途径呢？
- **1) 采用股权融资：**公司采用股权融资面临掣肘，无论采用永续债、可续期债券或者债转股、吸收少数股东权益的股权融资方式，都将会稀释母公司的 EPS。若公司未来 3 年累计的股权融资为 400 亿，当全部采用永续债券或可续期债券的权益类融资方式，则每年公司支付的利息大约为 18 亿元左右（可续期债权的年化利率大约在 4.5%左右），由此将会导致公司的 EPS 增速低于净利润增速从而使得二级市场股价承压。若全部采用增发股票的方式融资，根据我们在《央企去杠杆：建筑巨无霸的长期机会（建筑行业杠杆分析系列报告之一）》中的结论，增发股票的融资成本为 1/PE，在当前的 PE 估值下公司的长期融资成本约为 10%，同样不利于原有股东从而会导致股价承压。考虑到国资委目前对于国有资产的保值增值也有考核，我们认为公司采用过多股权融资的方式会面临较大的压力。
- **2) 降低总负债的净增加额：**我们把中国中铁的负债分为“现金流负债”和“并表负债”和“产业链负债”，分别代表通过现金流量表中表现出来的负债（融资净现金流）和现金流量表中无法体现的负债，现金流量表中无法体现的负债又包括了“产业链负债”和“并表负债”，分别代表公司占用产业链上下游的负债（包括预收账款、应付账款等）以及由于新增并表公司所带来的负债规模。

■ 现金流负债=筹资活动产生的现金流净额

从历史上来看，公司的投资性现金流一直为负，经营性现金流绝大多数为正数，而“现金流负债”的大小和投资现金流以及经营性现金流密切相关，如果投资性现金流和经营性现金流都为负数，则公司需要通过融资提供流动性，此时则表现为“现金流负债”数额较大，而如果公司的经营性现金流为较大的正数，则公司当年现金流压力较小从而无需负债。公司 2018 年 Q3 经营性现金流净流出 327 亿元，投资性现金流净流出 204 亿元，“现金流负债”则为 215 亿元增加较多。

图表 9：“现金流负债”与经营性现金流量呈现明显负向关系

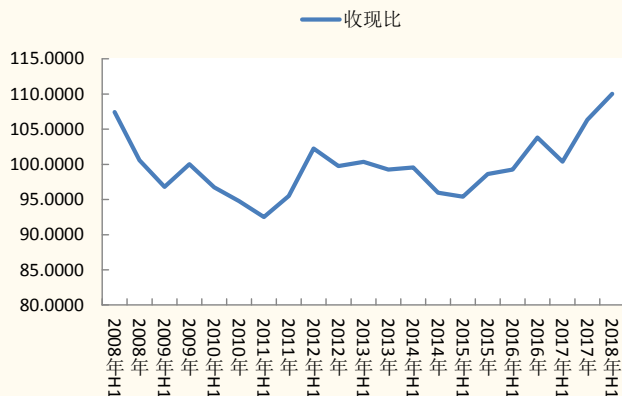


来源：wind，国金证券研究所

公司的投资现金流流出主要为长期股权投资的增加、历史上承接的BT/BOT项目的投资支出以及固定资产投资、无形资产包括土地使用权及特许经营权的获取等等。表现为在资产负债表中长期股权投资、长期应收款、固定资产和无形资产等非流动性资产的增加。我们认为，公司投资性现金流流出常年高于投资性现金流流入的核心原因在于公司经营规模的扩大以及商业模式的变化，即随着经营规模的扩大需要购置更多的机器设备以及生产厂房，随着BT/BOT/PPP等订单逐步增加而导致企业需要先行进行投资再在长期收回前期投资。只要营收端持续增长以及投资类订单占比的提升，公司的投资性净现金流就会一直保持负数，这种情况下如果经营性现金净流量为负数，则公司必然通过融资性现金流的净流入来维持现金的必要规模，从而会导致融资性负债增加。我们认为，在去杠杆的大背景下公司将控制融资性负债的持续增长，由于投资性现金流净流量未来可能一直处于负数的状态，因此公司在可预期的未来一段时间内可通过加大经营性现金流的回收来减少融资性负债的增长，甚至减少产业链负债的规模（即加大应付账款的偿付）。但公司经营性现金流还有改善的巨大空间吗？

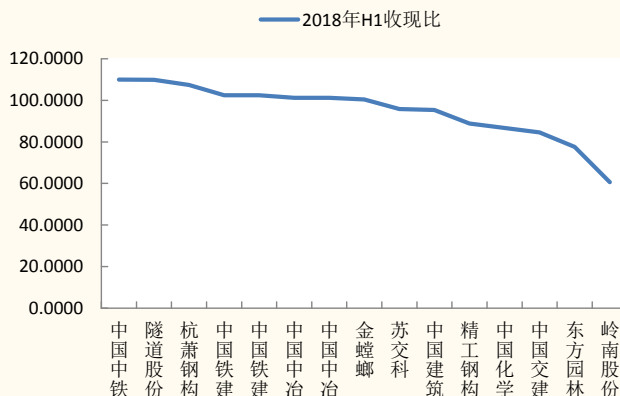
我们首先用收现比这一简单的指标来看看当前中国中铁的经营性现金流回款情况。通过下图可以发现，中国中铁历史上的收现比绝大多数位于95%以上，甚至很多时候位于100%以上，2018年H1甚至达到了110%左右，这意味着公司产生100亿的营收却收回了110亿的现金，中国中铁的现金回款已经给足好。另外我们再横向对比一下中国中铁2018年H1的收现比和其他建筑公司的情况，可以发现中国中铁2018年H1的收现比水平是几乎所有标志性建筑企业的最高值，这说明中国中铁的现金流回款可谓非常优秀，但也说明现金流继续改善的空间不大。

图表 10：公司历史收现比一直处于高位



来源：Wind，国金证券研究所

图表 11：公司收现比处于所有核心建筑公司之首



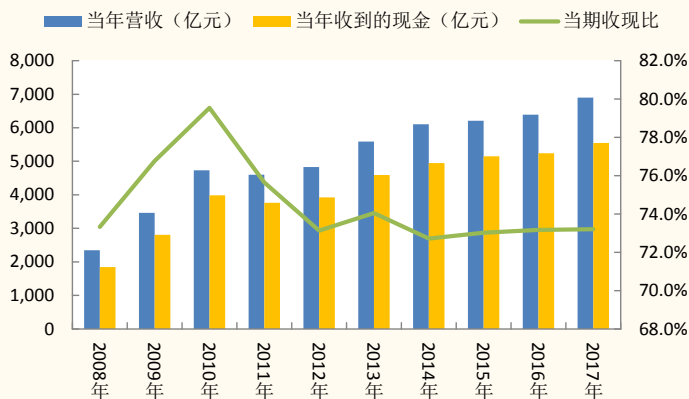
来源：Wind，国金证券研究所

我们再通过一些分析一下公司的“当期收现比”指标，我们定义“当期收现比”为公司在当年收到的现金（以往年份的账款收回不算在当年收到的现金之内）与当年营收之比。

一般而言，营业收入与当期收到的现金有如下公式：
$$\text{营业收入} = \text{当期收到的现金} + 1 \text{ 年以内应收账款（包括 1 年以内的其他应收账款）} + \text{当年产生的单项金额计提减值的应收账款} + \text{当年产生的已完工未结算工程金额} + \text{BOT/BT 等项目的收入（考虑已完工未结算工程金额已经确认收入）}$$

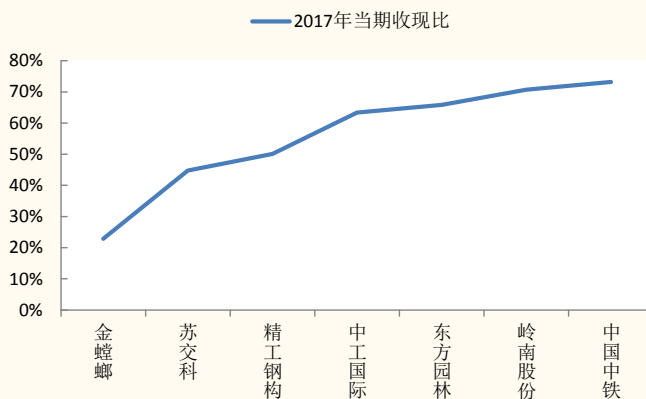
由于财报内的当年产生的单项计提减值的应收账款是一个结果，我们假设财报内显示的单项金额计提减值的应收账款（包括其他应收账款）的 50% 是当年产生的单项金额计提减值的应收账款，假设已完工未结算工程中有 50% 是当年产生，则有如下结论：1）中国中铁历史上的当期收现比一直维持在 73% 左右，这意味着中国中铁在每年 100 亿的营收中有 73% 在当年即收到了现金；2）我们将各个细分板块的龙头企业选出来和中国中铁进行对比发现，中国中铁 2017 年的当期收现比为各细分行业龙头公司之最，最低的金螳螂当期收现比仅为 22% 左右。3）若假设中国中铁的毛利率为 10%，这意味着公司产生 100 亿的营收，成本 90 亿中公司在当年收到了 73 亿的现金，且由于每个项目业主必然会保留一定的质保金，且中国中铁可以通过预收账款和应付账款的增加进行“产业链负债”，因此中国中铁的现金流入情况可谓非常健康。我们认为这和中国中铁毛利率较低有很强关系，因为如果毛利率很低且业主现金支付比较低，则承接这种订单的公司的现金流压力会非常大，从而可能导致没有建筑企业愿意承接此类订单进而倒逼业主在现金支付条件上给出较为优越的条件。

图表 12：公司当期收现比历史维持在 73% 高位



来源：Wind，国金证券研究所

图表 13：公司当期收现比仍为核心建筑公司之首



来源：Wind，国金证券研究所

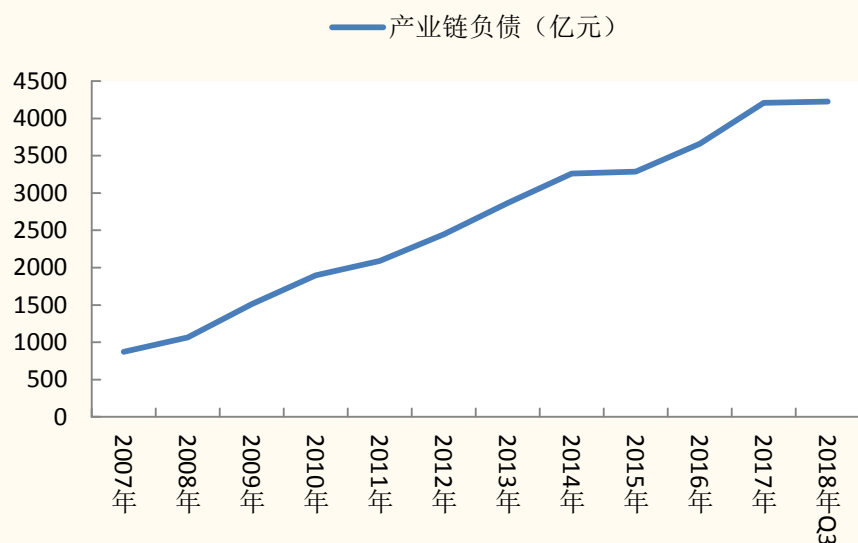
当然，改善公司现金流的方式还有提升资产的流动性这一途径，典型的途径就是加快存货和应收账款的周转率，甚至进行应收账款的资产证券化来提升资产的流动性以改善公司的现金流状况。首先，我们认为采用应收账款资产证券化的必要条件是净利率大于融资利率，因为如果净利率小于融资利率，则公司进行应收账款的资产证券化是得不偿失的，公司不仅不能从这些“应收账款”中获得利润，反而会因为应收账款的资产证券化支付利息而亏损。公司历史上的净利率绝大多数处于 2% 以下，远低于目前的融资利率，因此我们认为不到万不得已公司不会采用应收账款的资产证券化来加快应收账款周转率。因此公司只能采用加快存货和应收账款的结算速度来改善现金流状况，但存货和应收账款的结算速度受到下游业主的掣肘，公司的主动性较弱。

综上所述，我们认为公司的经营性现金流回款已经足够优秀，通过进一步改善经营性现金流来降低现金流负债的边际改善空间很小，而加大存货和应收账款的结算速度又受到下游业主的掣肘，公司主动运作的空间也较小。

■ 产业链负债=应付票据及应付账款+预收款项+合同负债

公司的“产业链负债”主要包括预收账款（在新的会计准则下表现为合同负债）、应付票据及应付账款、长期应付款等。由于产业链负债无需支付利息，我们认为公司倾向于在整体负债结构里面使得产业链负债的占比得到提升。如前所述，中国中铁的当期收现比约为 73% 左右，在毛利率 10% 的前提下，公司在当年“垫付”的比例为总成本的 17% 左右，为了使得现金流保持健康的水平，公司可以通过“预收账款”和“应付款项”的增加来避免自身现金流支出过快，因此这势必导致“产业链负债”的增加。因此，我们认为公司产业链负债的规模随着公司的经营规模上升而上升，从历史来看，公司的产业链负债规模一直处于持续提升的状态，2018 年 Q3 公司的产业链负债规模为 4227 亿元，较年初增加了 17 亿元。

图表 14：产业链负债一直处于持续上升的态势



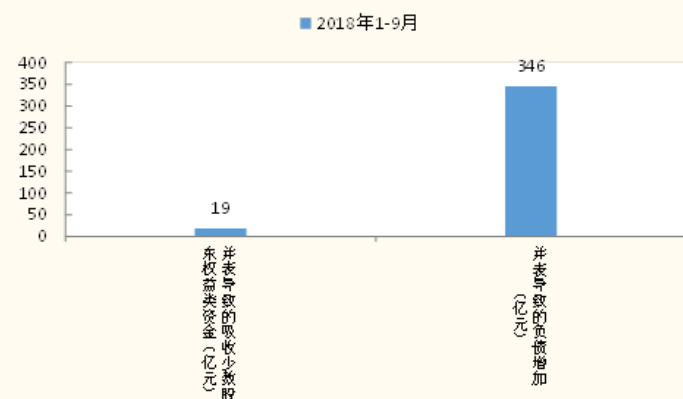
来源：Wind，国金证券研究所

■ 并表负债：新增并表公司所带来的负债，主要是指合并范围的增加从而导致体外负债“体内化”，进而增加合并报表范围内的负债。

公司的并表负债主要是指合并范围的增加从而导致体外负债“体内化”，进而导致合并报表范围内的负债增加。这部分负债可以通过现金流量表与资产负债表几个科目的勾稽关系得到确认。以 2018 年 Q3 为例，公司的筹资活动现金流量表中“取得借款收到的现金”为 847 亿元，“偿还债务”支付的金额为 668 亿元，这意味着公司的资产负债表中“短期借款、长期借款及应付债券”较年初的净增加额应该为（847-668）即 179 亿元，而实际上公司 2018 年前三季度“短期借款、长期借款及应付债券”较年初的实际增加额在 346 亿元，我

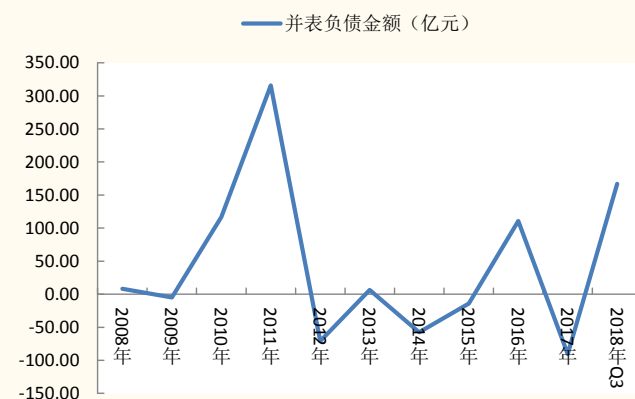
们判断主要是由于部分 PPP “回表” 所致（当然合并负债的增加还包括并入其他非 SPV 公司）。当然，PPP 项目的并表也包括并入在 SPV 项目公司中的来自于地方政府或其他社会资金方所代表的少数股东投入至 SPV 项目公司的资本金，表现为公司合并报表范围内少数股东权益的增加，这会使得合并报表范围内，公司的权益性资本提升。公司 2018 年 1-9 月份“子公司吸收少数股东投资收到的现金”为 135 亿，扣除公司因为债转股收到的少数股东资金约 116 亿元，公司合并报表范围的扩大而吸收的其他少数股东权益性资金约 19 亿元。也就是说，公司并表带来的负债增加远超并表带来的权益性资本增加，对公司去杠杆形成负面影响。若 PPP 项目“回表”趋势延续，并表负债或将成为公司未来总负债增加的主要途径。

图表 15：1-9 月并表负债融资远超并表股权融资



来源：wind，国金证券研究所

图表 16：历史并表负债金额大



来源：wind，国金证券研究所

根据以上分析，我们认为公司在未来降低总负债难度较大：①公司的“现金流负债”在已经足够优秀的现金流收款状况下，在历史上仍旧绝大多数时间是在增长的，一方面经营性现金流改善的空间较小，另外一方面公司必须保持适当的现金流水平以应对融资环境的变化。②公司的产业链负债随着经营规模扩大而扩大，未来呈现上升趋势；③公司的并表负债在 PPP 回表的趋势下我们认为仍将持续增长。因此我们认为公司通过降低总负债的途径来去杠杆难度很大。

■ 3) 加大管理效率、提升盈利能力以改善业绩情况

由于股权融资会导致二级市场承压（当然这并不会意味着公司完全不采取股权融资去杠杆的方式，2018 年至今公司已经做了债转股，发行了 80 亿的永续债券和可续期债券，总计规模合计约 195 亿元），未来总负债的体量也将处于上升的趋势。因此公司能够同时满足去杠杆的要求及投资者对于公司价值的认可，提升业绩增速是唯一可以两者兼顾的方法，提升管理效率、加大成本管控减少跑冒滴漏的现象都是可进行的选项，这也和当前国企改革的大趋势相吻合，和整个国家的高质量发展战略相吻合，也是资本市场最乐见其成的变化。事实上，公司的确在朝着这些方向努力，据公司官网报道，11 月 23 日中国中铁 2018 年度成本管理暨二次经营专题会在股份公司总部召开，“会议的主要任务是，深入贯彻落实党中央、国务院和国资委关于高质量发展的战略部署，进一步提升成本管理与二次经营水平，全面加快企业高质量发展步伐”。

若我们假设公司 2018-2020 年累计股权融资为 400 亿元。要满足公司 2020 年 75%的资产负债率要求，公司的业绩增速和总负债净增加额就呈现确切的相关关系，即公司 2018-2020 年业绩增速年复合达到 20%时公司总负债净增加额约为 1112 亿元。截至 2018 年 Q3，公司的总负债为 7187 亿元，较年初的 6744 亿元增加了 443 亿元，若我们简单假设公司的总负债每年净增加 400 亿，则 2018-2020 年总负债的净增加额将达到 1200 亿元，这意味着公司的合并报表净利润年复合增速必须大幅超越 20%才能满足去杠杆的硬约束要求。

而当我们假设未来 3 年公司的合并报表净利润年复合增速达到 20%，在 2018-2020 年累计股权融资规模为 400 亿元时，公司的合并报表总负债累计净增加额为 1112 亿元，年均的“额度”约为 371 亿元，而 2018 年前三季度公司的合并报表总负债净增加额已经“超额”了。公司在同时兼顾二级市场和去杠杆双重约束条件下承担了较大的压力，但同时也为公司提供了较大的动力去改善公司的历史管理模式和经营模式。

我们认为公司去杠杆的方法大致有四种：1) 主动降低经营规模（主动降低营收和订单的增速），抑或直接偿还负债降低负债率；2) 加快应收账款和存货的周转率；3) 通过提升经营质量提升盈利能力等途径提升业绩增速；4) 通过股权融资或类股权融资方式增加权益资本。上述四种方法当中，我们认为第 1 种方法不到万不得已不会被公司采用，原因在于一方面国资委对央企有考核指标，另外一方面营收和订单的增速下滑会导致二级市场估值承压。第 2 种方法则公司的主动权相对较弱，应收账款和存货的周转率提升根本的掌控权在于公司的下游，当然公司仍旧可以通过应收账款资产证券化的方式加快资金回款。我们认为第 3 种和第 4 种方法将是公司去杠杆的主要方法，但第 4 种去杠杆的途径面临着二级市场的压力，只有第三种去杠杆的方法是同时满足公司去杠杆、高质量发展以及二级市场诉求的方法。

图表 17：去杠杆四种路径对比，改善经营质量是最优去杠杆途径

方式	主要特征	面临的掣肘	对二级市场的影响
偿还负债	直接简单，是短期的去杠杆方式	1) 不一定有足够的现金去偿还负债； 2) 偿还负债会导致现金流不足从而导致经营业绩下滑	若经营业绩下滑则二级市场股价承压
加快应收账款/存货周转率	经营质量的提升、长期的去杠杆方式之一	最重要的约束在于下游业主的意愿，不一定能够达到预期效果	若应收账款/存货周转率提升，则公司经营质量提升，对二级市场带来正面影响
提升盈利能力	经营质量的提升，长期去杠杆的方式之一，管理效率的提升	公司只能在行业一般的盈利水平上通过管理效率提升以及加大订单质量把控力度上下功夫，受行业竞争及议价能力影响	盈利水平提升将改善现金流、ROE 等众多财务指标，对二级市场带来正面影响
增加权益资本	直接简单，短期去杠杆方式	采用权益融资方式会稀释 EPS	新增的权益融资若不能有效使用，EPS 稀释较大则对二级市场股价带来负面影响

来源：国金证券研究所

4. 提升盈利能力是边际改善空间最大的高质量增长选项

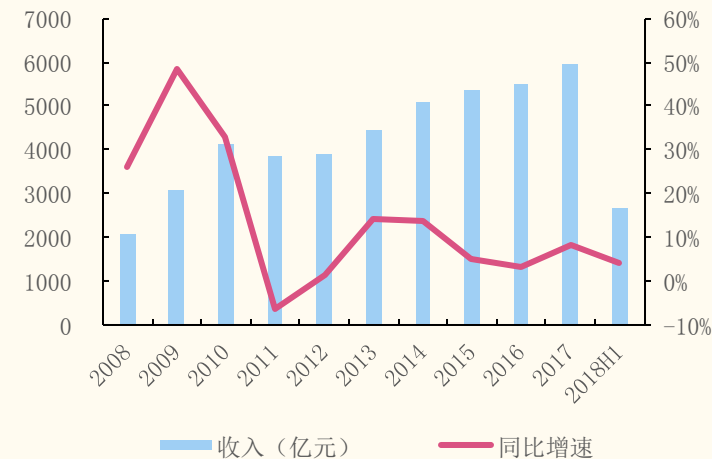
- 我们认为，公司未来可预期的经营质量改善主要在以下几个方面：1) 基建业务的毛利率提升；2) 资产减值损失的大幅下降；3) 在整体减费降税大背景下的税收下降。上述三个方面有长期影响也有短期，有公司自身的变化所致也有整体宏观经济政策的变化所致，其中毛利率的提升我们认为是公司经营质量的长期改善途径。

4.1. 基建业务订单体量庞大但毛利率才是核心

- **基建业务订单体量庞大。**基建建设板块是公司的传统核心业务，占营收 86%，公司 2017/2018H1 基建建设业务分别实现营业收入 5966/2678 亿

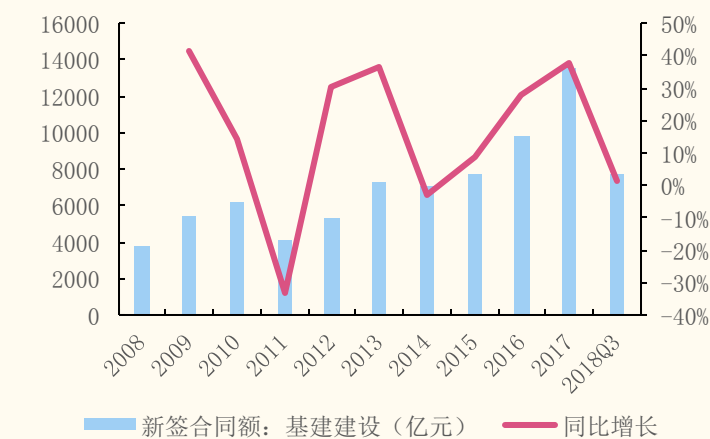
元, 同比增长 8.2%/4%, ; 受益于国内基础设施建设市场保持繁荣发展态势, 公司 2017/2018Q3 新签合同额分别为 13553/9513 亿元, 同比增加 37.9%/5.9%。截止至 2018 年 9 月末, 公司基建建设业务未完成合同金额达 23458 亿元, 为 2017 年基建业务营收的 3.9 倍。公司所有业务待完成合同额 27696 亿元, 同比增长 7.7%, 在手订单保障倍数 4.4 倍, 对未来营收维持当前增速有较高保障。

图表 18: 公司基建建设业务营收保持稳健增长



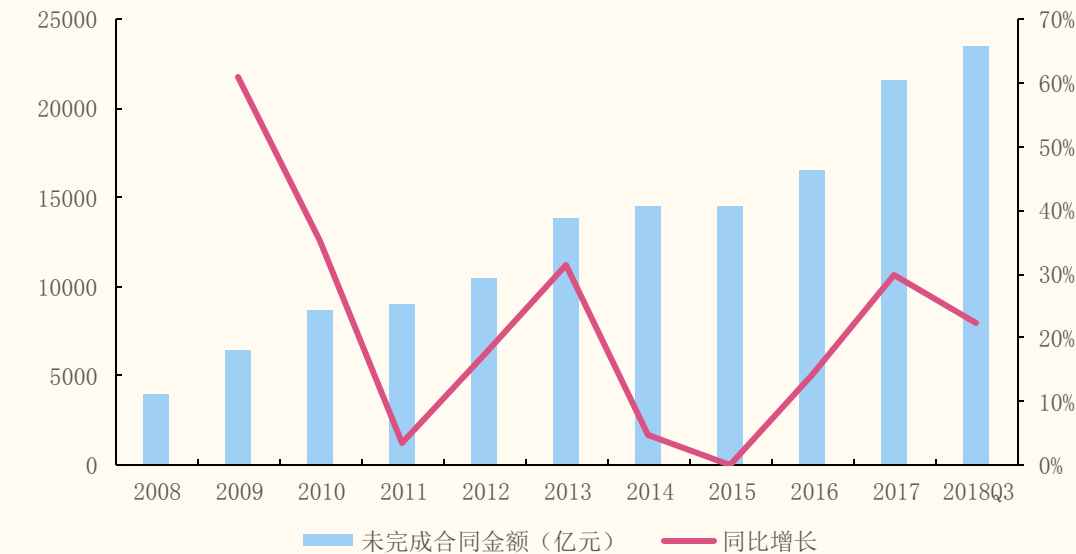
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 19: 公司基建建设业务新签订单保持较快增长



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 20: 公司基建建设业务未完成合同金额高增

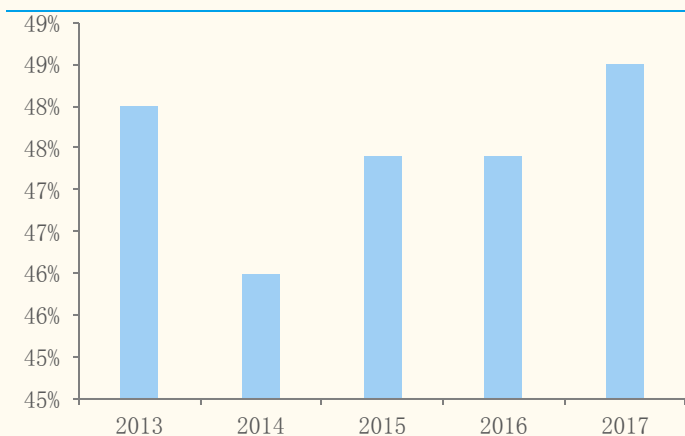


来源: Wind, 国金证券研究所

- **基建业务竞争力强劲但并未反映到毛利率当中。**公司基建建设业务主要包括市政工程 (包含轨道交通)、铁路工程和公路工程, 三者分别占比 40.5%/33.8%/11.7%。市政工程市场空间广阔, 公司不断加大市场开拓力度, 其占比不断增大, 核心竞争力不断加强。
- **铁路业务受行业投资超预期影响新签订单增速有所回升, 市场占有率连续多年保持第一。**受铁路一级市场招标量减少的影响, 公司铁路建设 2017 新签合同额 2425 亿元, 同比-28.8%。但 2018 年铁路投资复苏, 公司 2018 前三季度新签合同 1343 亿元, 同比-5.9%, 增速有所回升, 预计在基建稳增长背景下, 2019 年铁路投资仍将保持高位。公

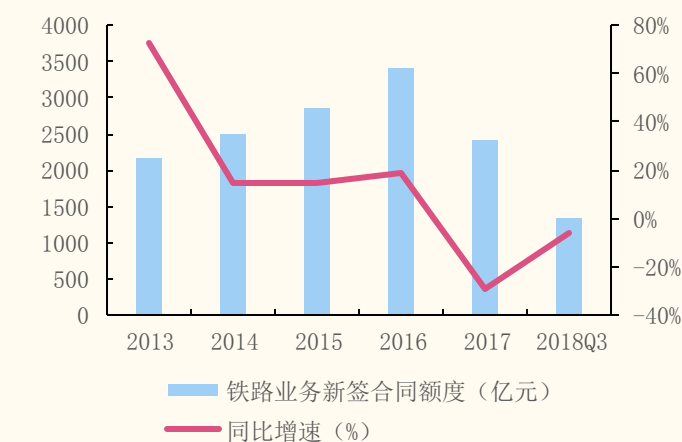
公司在铁路工程行业有极强的竞争力，市场占有率连续多年保持第一，维持在 50% 左右。

图表 21：公司铁路业务市占率连续多年保持第一



来源：公司年报，国金证券研究所

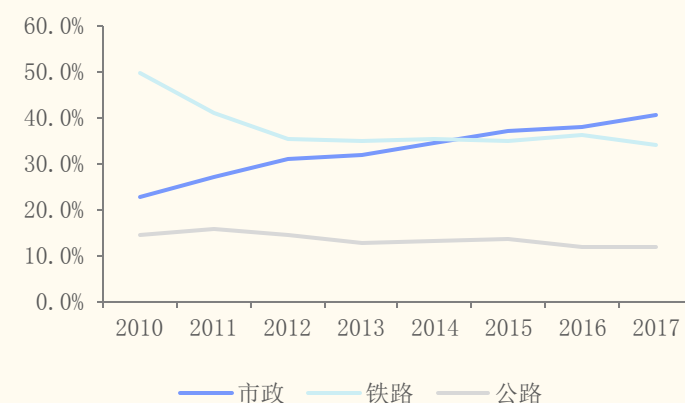
图表 22：公司铁路业务新签订单受铁路行业投资超预期影响增速回升



来源：公司公告，国金证券研究所

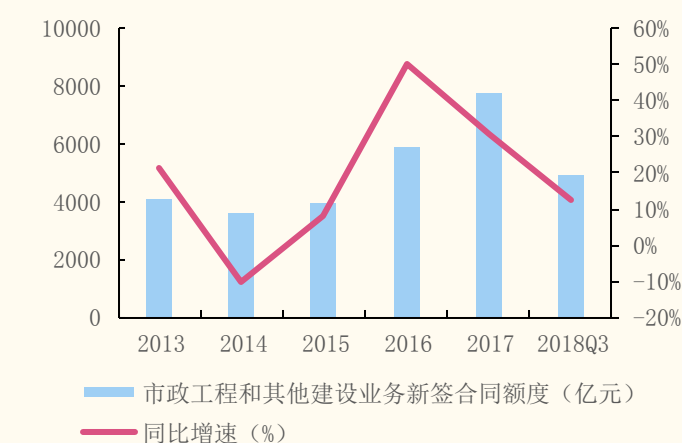
- **市政工程占比逐渐提高，城轨市占率达 50%，稳居第一。**2010 年市政工程占基建 26.1%，2017 年上升至 47.1%，大幅提升 21pcts。2017/2018 前三季公司市政工程新签合同 7739/4951 亿元，同比增长 31%/13%，其中城市轨道交通新签订单 2849/1408 亿元，同比增长 4%/-14%（因 2016 年基数较高，2016 年同比增速 94%）。公司在城市轨道交通市场率长期保持在 50% 左右，稳居行业第一。
- **公路新签订单高增，高速公路建设市占率达 12%。**我国人均公路里程较低，公路建设未来市场空间仍然较大。近年受益于公路扶贫等因素，公路固定资产投资完成额屡创新高，2017 年全国完成公路投资 2.12 万亿，同比增长 19%。公司 2017/2018 前三季新签订单 3389/1406 亿元，同比增长 88%/-19.8%，2018 年受基建投资影响增速有所下滑。根据我们测算，公司在高速公路的市占率也高达 12%。

图表 23：市政工程占基建业务比例逐渐提升



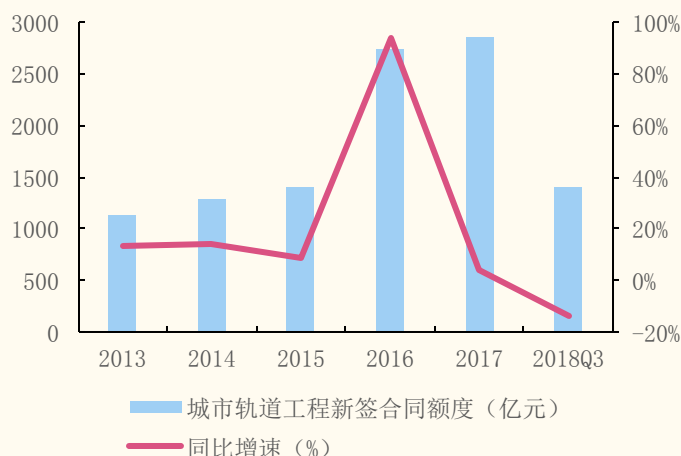
来源：Wind，国金证券研究所

图表 24：公司市政工程新签订单保持较高增速



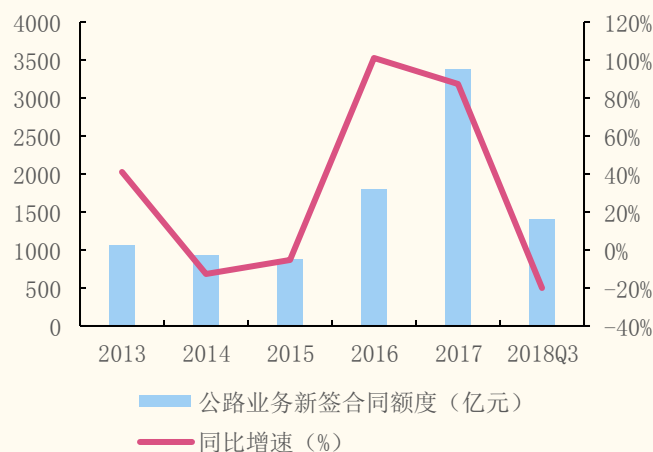
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 25：公司城市轨道交通新签订单维持高位



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 26：公司公路业务订单新签订单增速有所下滑



来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司基建业务的极强竞争力并未带来议价能力的提升，基建业务毛利率总体仍低。尽管公司的基建业务市占率高，但并未带来溢价能力的提升，公司铁路业务毛利率常年保持在 5%左右，公路业务的毛利率略高于铁路业务，一般在 7%-9%之间，市政业务的毛利率最高位于 9%-13%之间。通过公司近年来毛利率的变化原因分析，影响公司毛利率的主要还是原材料价格，营改增以及订单结构的变化。

图表 27：影响基建业务毛利率的主要是原材料价格、营改增以及订单结构的变化

	2015	2016	2017	2018H1
基建				
毛利率	8.96%	6.59%	7.23%	7.64%
毛利率变动	-0.15%	-2.37%	0.64%	0.67%
原因	个别铁路项目因特殊原因导致本年度亏损，拉低了整个铁路板块的毛利率；公路和市政板块的毛利率与上年同期相比基本持平 受 5 月 1 日“营改增”影响，公司在建工程类项目由价内税改成价外税从而减少了收入；主要原材料价格大幅上涨，而材料调差滞后；部分工程项目处于收尾阶段，变更索赔尚未到位 公司加大了市场开发力度，投资项目增多，且投资带动的基建项目毛利率较高；公司加强变更索赔管理，变更索赔工作取得较好成效；高毛利率市政板块收入占比提升 公司投资业务带动的基建项目毛利率较高；公司加强了变更索赔管理，变更索赔工作取得较好成效；公司提升了物资和施工设备集中采购力度，发挥出了集约效益			
其中：铁路				
毛利率	5.78%	4.23%	4.42%	4.90%
毛利率变动	-0.62%	-1.55%	0.19%	0.23%
公路				
毛利率	7.44%	4.52%	7.09%	8.49%
毛利率变动	0	-2.92%	2.57%	3.87%
市政				
毛利率	12.53%	9.50%	9.62%	9.28%
毛利率变动	0.01%	-3.03%	0.12%	-0.49%

来源：公司财报，国金证券研究所

- 通过历史的数据分析，对公司基建业务毛利润影响较大的是毛利率而非营收。通过敏感性分析，当公司基建业务毛利率为 8%时，公司 2018 年基建业务营收增速从 5%变化到 20%时，公司的基建业务毛利润从 501 亿增长

至 573 亿，变化 72 亿。而当公司基建业务营收增速为 20%，公司的基建业务毛利率从 6.5% 提升至 8% 时，公司的基建业务毛利润从 465 亿增长至 573 亿，变化达 108 亿。此外，从定性上来看，公司 2017 年的基建业务营收高达 5966 亿元，若营收端增长 20% 则需要增加约 1193 亿元营收，这势必需要通过新招聘较多的工作人员才可以完成，而这会增加公司的管理难度。但毛利率的影响因素众多，包括原材料价格的变化，工程进度的影响以及订单结构的影响。因此基建业务毛利率的影响对公司基建业务毛利润的边际影响更大。

图表 28：公司基建业务毛利润影响较大的是毛利率而非营收

		营收增速			
		5%	10%	15%	20%
毛利率	6.5%	407	427	446	465
	7.0%	439	459	480	501
	7.5%	470	492	515	537
	8.0%	501	525	549	573

来源：国金证券研究所

4.2 毛利率提升路径一：从施工走向管理

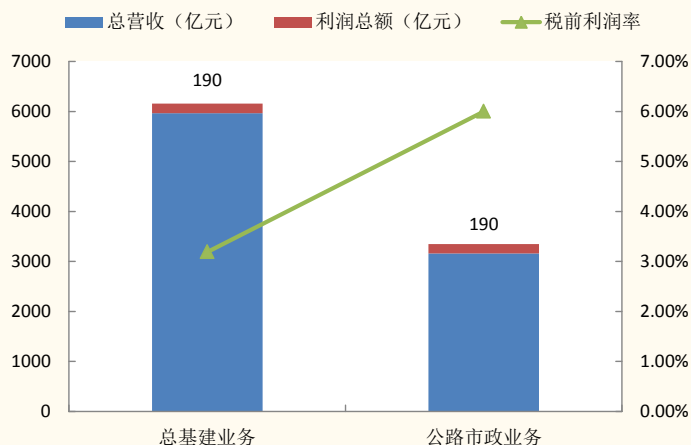
- 我们需要明确的是，上表中的毛利率是“已经实现的毛利率”而非“投标毛利率”，一般而言，建筑企业在投标过程中会根据工程量定额计算出项目成本，然后在此基础上增加一个市场化的毛利率空间进行报价，可以将投标毛利率理解为“预期毛利率”，“预期毛利率”和产业链溢价能力和行业竞争程度密切相关，从长期来讲较为稳定。已经实现的毛利率则会受到施工过程中的管理、材料和人工的价格波动以及不可预期的偶然因素影响。我们认为，人工和材料的价格波动不是影响施工企业已实现毛利率的长期因素，因为施工企业本质上是服务业，当人工和材料成本趋势性上升后报价所依赖的定额也会发生变化，且短期变动过大也会有调价机制。从长期来讲能够影响已实现毛利率的企业的工程管理水平。
- 因为各个建筑央企基建业务所涉及的细分行业不一致（例如铁路业务的毛利率较低），直接用基建业务的盈利能力来进行对比一定程度上不够精准，但我们还是将 2017 年 8 大建筑央企基建业务的税前利润率图示出来以大致对比各大建筑央企基建业务的税前利润率差距，2017 年 8 大建筑央企基建业务税前利润率最高的公司是中国交建达 6.16%，最低的税前利润率公司是中国铁建仅 1.81%，而公司的基建业务税前利润率为 3.19%，仅高于中国铁建和中国中冶。由于除了两铁之外的其他建筑央企都没有铁路施工业务，我们将公司的公路和市政业务单独进行分析，可以发现若公司的公路和市政业务的税前利润率和中国交建一样为 6.16%，仅公路和市政业务产生的税前利润就和公司目前整个基建业务的税前利润相等，这说明即便单独考虑公司的公路和市政业务，对标中国交建的盈利能力仍旧有提升空间。

图表 29：中国中铁的税前利润率在 8 大建筑央企基建业务中处于低水平



来源：Wind，国金证券研究所

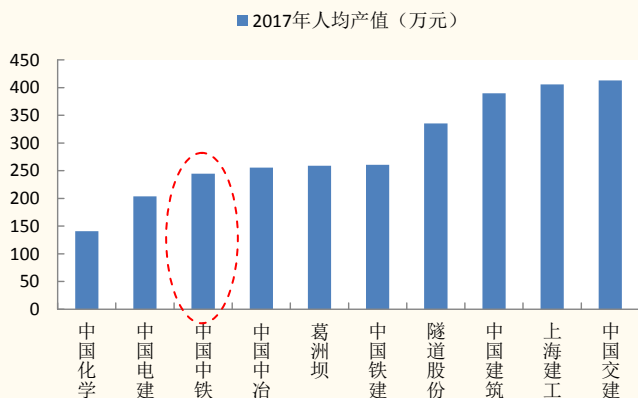
图表 30：对标中国交建的税前利润率，公司公路和市政盈利仍有提升空间



来源：Wind，国金证券研究所

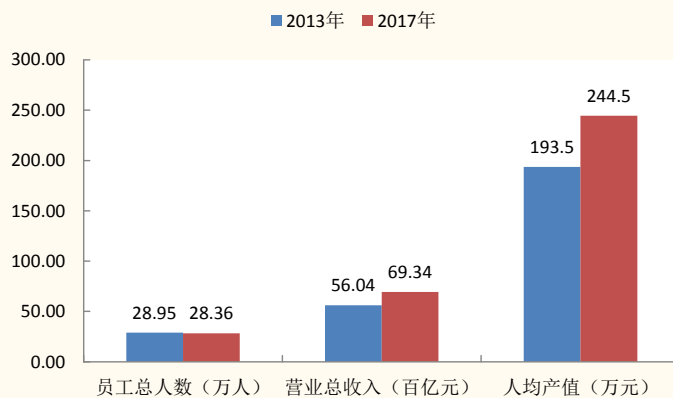
- 从某种程度上，员工的人均产值能够一定程度上代表公司的管理效率。我们统计了 8 大建筑央企和上海建工/隧道股份等大型地方建筑国企的 2017 年人均产值发现，公司的人均产值在 10 家公司中位列倒数第三位，仅不到 250 万元，而最高的中国交建的人均产值约 400 万元，较公司高出 60%。纵向来看，公司 2013 年的员工总人数为 28.95 万人，2017 年的员工总人数为 28.36 万人，较 2013 年下降了约 6000 人，但公司 2017 年的营业收入较 2013 年多了 1330 亿元，也就是说，2013-2017 年公司的员工总数下降但营业收入大幅提升，公司在过去几年的确处于管理能力持续提升的过程当中，这也导致公司 2017 年的人均产值较 2013 年增长 26%。

图表 31：公司的人均产值八大央企和上海建工/隧道股份等 10 家公司中位列倒数第三位



来源：Wind，国金证券研究所

图表 32：公司过去几年管理能力持续提升

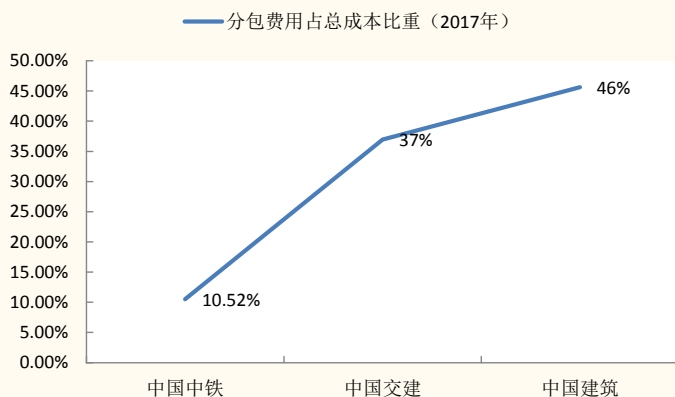


来源：Wind，国金证券研究所

- 进一步分析公司人均产值为什么这么低的原因我们发现，公司的分包成本占总成本的比重大幅低于可比公司，由于公司在 2013 年后没有单独披露分包费用占总成本的比重，我们以 2013 年的分包费用占总成本比重来近似代替公司目前的状况，并和中国建筑中国交建进行对比，可以发现公司在 2013 年的分包费用占总成本的比例仅为 10.52%，而中国建筑和中国交建的分包比例要高很多，其中中国交建分包费用占总成本比重为 37%，中国建筑则为 46%。我们进一步分析公司与其他几家建筑央企的员工学历结构发现，公司的专科及以下学历的员工占公司总员工的比例高达近 60%，而中国交建的专科及以下学历的员工占公司总员工的比例不到 30%。我们

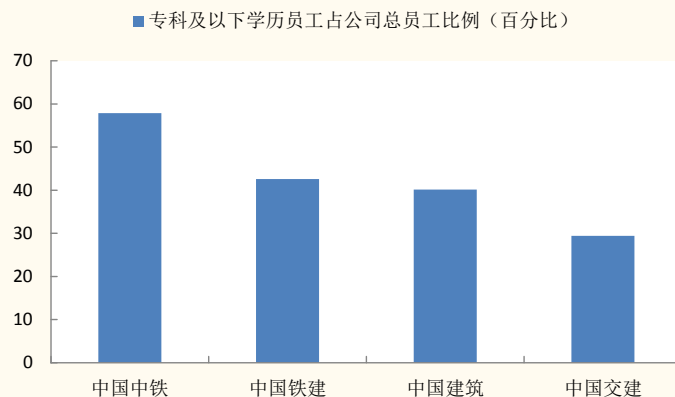
认为，一般意义来讲专科及以下学历的员工所从事的工种更偏向于施工，而本科及以上学历的员工所从事的工种更偏向于管理，施工是整个建筑业务中价值含量最低的环节，管理则是整个减值业务中价值含量偏高的环节。因此从这个角度来件，我们认为公司更像是一个建筑施工企业，相反中国交建更像是一个施工管理企业。由此便解释了为什么中国交建的人均产值和基建业务税前利润率位列 8 大建筑央企之首，同时也说明中国中铁未来提升人均产值和基建业务盈利能力的路径之一是走向施工管理类型的企业。

图表 33：中国中铁分包费用占总成本比重很低



来源：各公司年报，国金证券研究所（备注，中国中铁数据为 2013 年数据）

图表 34：中国中铁专科及以下学历员工占比高达近 60%

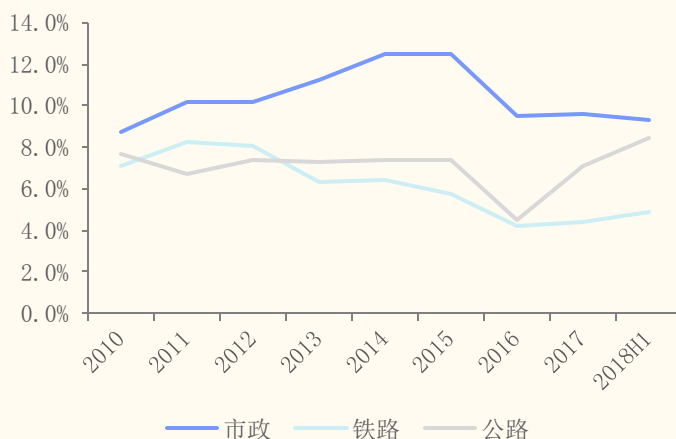


来源：wind，国金证券研究所

4.3 毛利率提升路径二：盈利能力高的业务占比正在提升

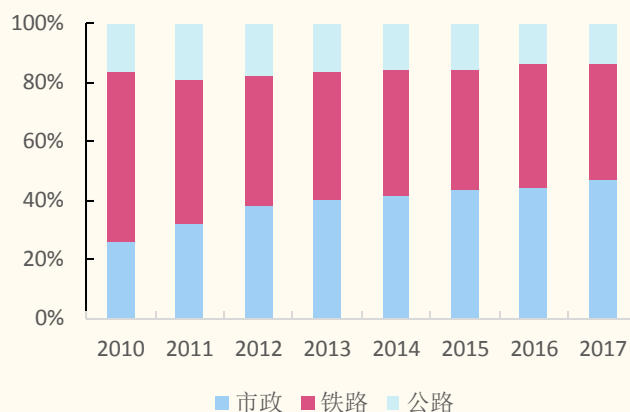
- 毛利率较高的市政工程占基建项目比例逐渐提高。公司 2018H1 市政工程、公路和铁路三项基建主业毛利率分别为 9.28%/8.49%/4.90%，市政工程和公路的毛利率明显高于铁路。公司 2010 年市政工程、公路和铁路分别占基建主业 22.7%/14.5%/49.7%，而到 2017 年三项业务占基建比重分别为 40.5%/11.7%/33.8%，毛利率最低的铁路占比已降至最小。公司基建业务盈利能力提升具备内在的长期趋势。

图表 35：公司市政和公路业务毛利率高于铁路业务



来源：Wind，国金证券研究所

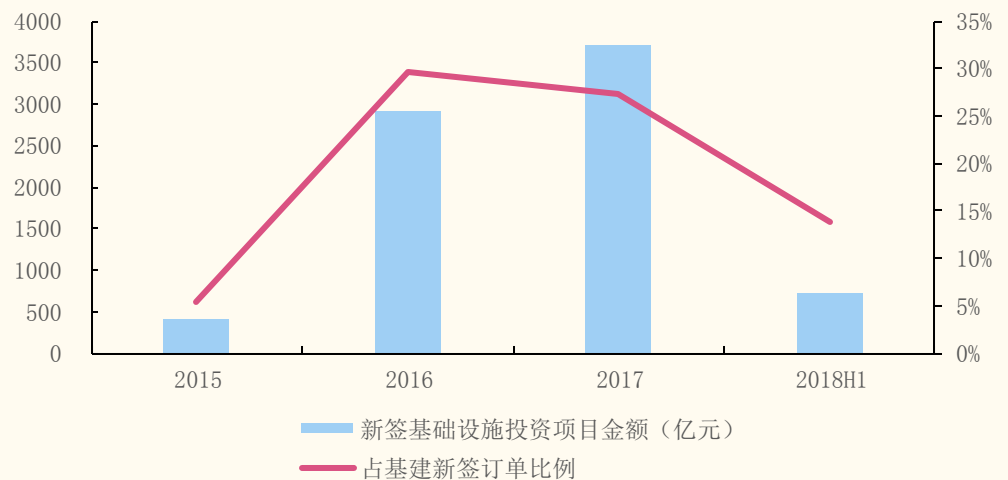
图表 36：公司毛利率较高的市政业务占基建比例上升



来源：Wind，国金证券研究所

- 公司投资类项目占比快速提升。自 2015 年国家提倡 PPP 模式以来，公司积极抓住机遇快速布局，投资类项目占比显著攀升，2015-2018H1 投资类新签项目金额分别为 420/2912/3711/728 亿元，占基建建设业务新签订单 5.5%/29.6%/27.4%/13.8%，上升速度明显。

图表 37：公司新签投资类项目占基建新签订单比例快速上升

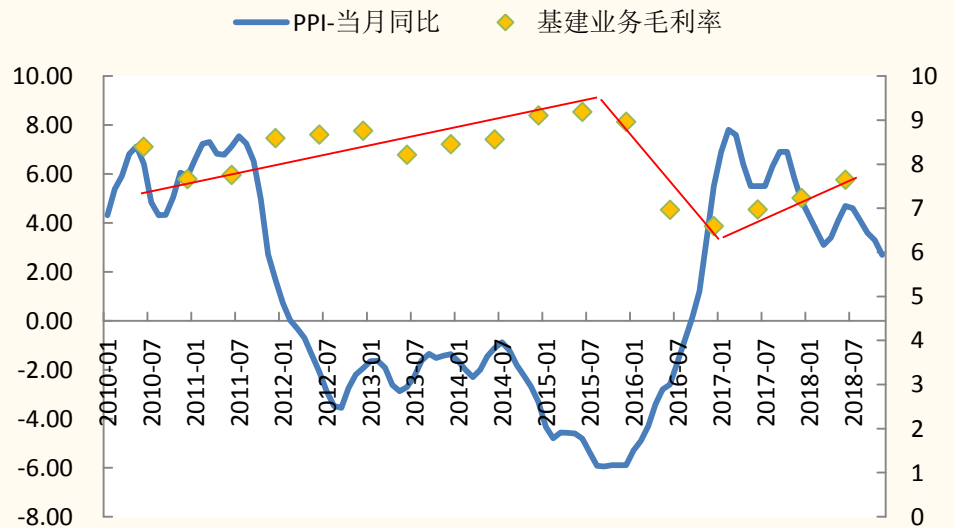


来源：Wind，国金证券研究所

4.4 毛利率提升路径三：原材料价格上涨料逐渐趋弱，利于基建业务毛利率提升

- 基建业务毛利率和 PPI 有明显负相关关系，未来 PPI 下降对公司毛利率有正面影响。公司有成熟的合同机制来应对原材料价格的变动，在原材料价格变动超出范围后的超出量可以转移给业主方，但原材料价格的转移存在一定的时滞，因此总体而言公司的毛利率仍旧受到原材料价格的影响，从历史上来看，公司的基建业务毛利率和 PPI 存在较为明显的负相关关系。我们预计 2019 年 PPI 将逐渐下降，由此将带来公司毛利率的提升。

图表 38：历史上基建业务毛利率与 PPI 存在较为明显的负相关关系



来源：Wind，国金证券研究所

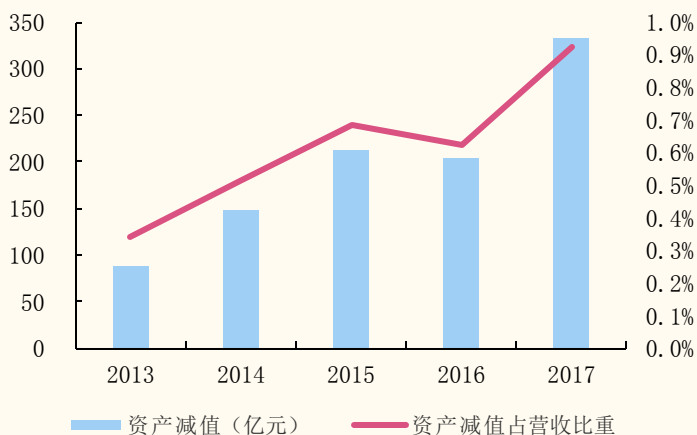
4.5 不仅是毛利率，减值损失下降及减费降税将进一步提升公司盈利能力

预计资产减值损失因钢贸业务计提较为充分将大幅减少

- 连续谨慎严格大额计提减值，甩掉历史包袱轻装上阵

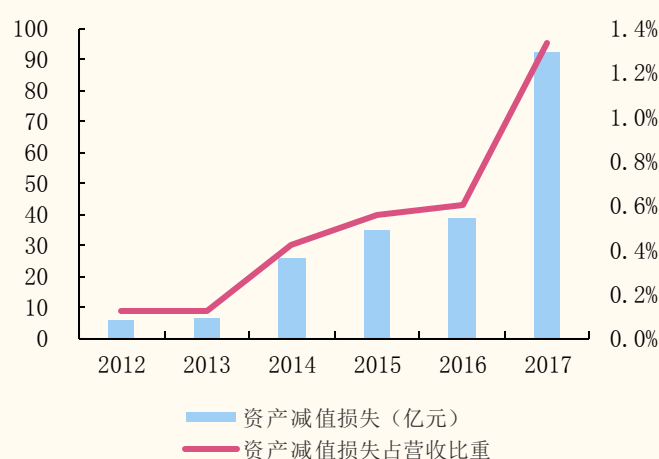
八大央企近年集中大幅计提资产减值损失，2012-2017 年分别合计计提资产减值损失 89/148/212/204/332 亿元，占营收比重 0.34%/0.51%/0.69%、0.62%/0.93%。中国中铁近五年资产减值损失分别为 5.9/6.9/25.7/34.7/38.8、92.4 亿元，占营收 0.12%/0.12%/0.42%/0.56%/0.60%/1.33%。从类型来看，主要是坏账计提；从业务来看，主要集中在基建建设板块。谨慎保守的处置方式让中国中铁的资产质量不断提升，公司也将甩掉历史包袱，轻装上阵，未来业绩受资产减值损失影响有望逐渐变小。其中公司近年资产减值损失主要的来源是钢贸业务，2017/2018H1 物资贸易板块计提资产减值损失约为 60/20 亿元。我们预计此项业务的减值损失基本已计提完毕，后续继续大额计提可能性较小。

图表 39：八大央企近年集中大幅计提资产减值损失



来源：Wind，国金证券研究所

图表 40：中国中铁近年连续谨慎严格大额计提减值



来源：Wind，国金证券研究所

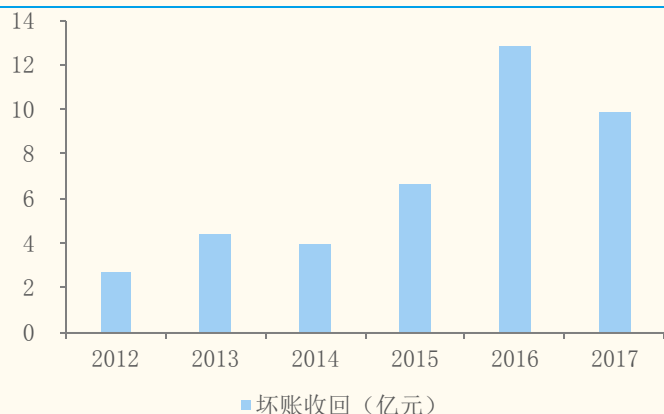
图表 41：公司近年资产减值损失分布情况（单位：百万）

项目	2012	2013	2014	2015	2016	2017
坏账损失	491.8	589.6	2182.2	1689.4	929.4	8914.7
存货跌价损失	81.3	68.0	195.3	272.3	1219.8	20.1
可供出售金融资产减值损失	-	2.4	10.1	17.1	262.5	4.3
长期股权投资减值损失	7.9	0.8	-	308.5	345.5	-
在建工程减值损失	0.4	-	-	11.5	141.8	9.3
固定资产减值损失	-	-	106.5	-	-	12.2
无形资产减值损失	-	0.0	54.9	402.2	564.6	282.2
商誉减值损失	7.6	27.7	-	-	-	-
长期应收款减值损失	-	-	-	-	-	-
其他	-	-	24.8	768.4	415.9	1.8
合计	589.0	688.5	2573.8	3469.4	3879.5	9244.6

来源：公司财报，国金证券研究所

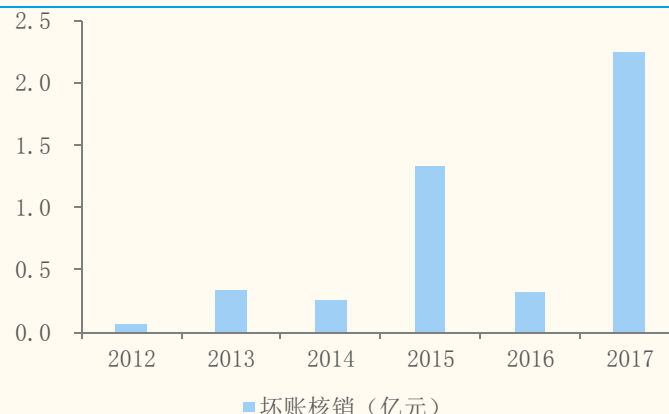
坏账核销金额较少。公司过去几年资产减值损失主要集中在坏账损失上，类型主要分为工程款、代垫款、有息拆借资金和保证金等。从历史来看，公司坏账核销金额较小，冲回金额较大。公司近三年坏账冲回分别为 6.69/12.81/9.87 亿元，而同期坏账核销金额仅为 1.33/0.33/2.24 亿元。公司业务集中基础设施建设，主要下游客户是铁路总公司以及各地方政府，资信良好、偿债能力强，计提的坏账损失存在较大的冲回潜力。

图表 42：公司近年坏账冲回金额较大



来源：Wind，国金证券研究所

图表 43：公司近年坏账核销金额较小



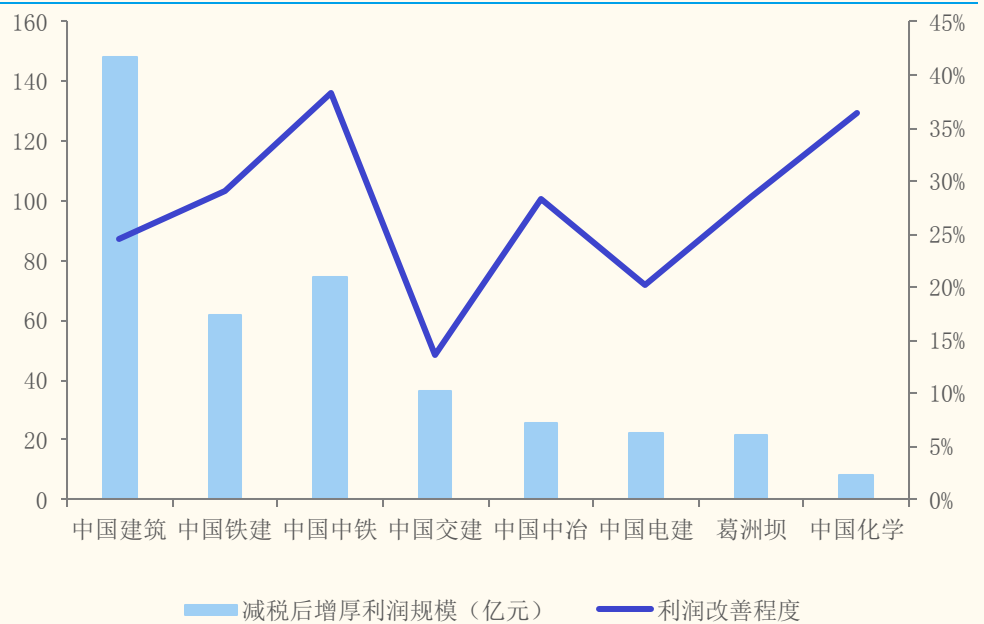
来源：Wind，国金证券研究所

减费降税大背景下公司盈利能力有望进一步提升

如果增值税三档变两档实行，有望进一步增厚公司盈利水平。假如增值税三档变两档下调 5%，我们测算在产品价格不变化的前提下公司利润增厚约 74.8 亿元，占 2017 年利润总额的 38%。

- **增值税调整对企业盈利的影响途径。**①增值税率的增减导致终端商品价格的升降，或对产品需求产生影响，从而影响企业利润水平；②上下游产业的税负转嫁能力差异也会导致增值税调整对不同企业盈利产生不同的影响；③增值税调整对企业现金流产生影响，同时对附加费产生影响，进而对企业盈利产生间接影响。
- **核心假设：**①含税收入不变，即产品价格不变，且产品供求不变；②进项税和销项税的税率一致。
- **使用“税金及附加”倒算法：**①教育费附加=（实际缴纳增值税+营业税+消费税）*教育费附加合计税率，其中教育费附加合计税率为 5%（教育费附加为 3%、地方教育费附加为 2%）。所以，当期实缴增值税=教育费附加/5%-消费税-营业税；②增值税调整后减税额=当期实缴增值税-税率调整后应缴增值税。其中，税率调整后应缴增值税=当期实缴增值税÷当前适用税率×（1+当前适用税率）÷（1+调整后税率）×调整后税率；所以，增值税减税增厚利润规模=增值税调整后减税额×（1+12%）；假设企业供给和售价不变，则增值税减税部分则为利润增厚部分；另外，增值税下降将带来城建税和教育费附加下降，二者为城建税 7%+教育费附加 5%，合计 12%；③增值税减税对利润改善程度测算：企业利润改善程度=增值税减税增厚利润规模/利润总额。
- **公司因减税增厚利润占比或居八大央企之首。**按照以上测算方法，假设增值税三档变两档下调 5%，公司利润增厚 74.8 亿元，占 2017 年利润总额 38%，增厚比例位居八大央企之首，受益明显。

图表 44：增值税三档变两档下调 5% 情况下公司利润增厚幅度居八大央企之首



来源：Wind，国金证券研究所

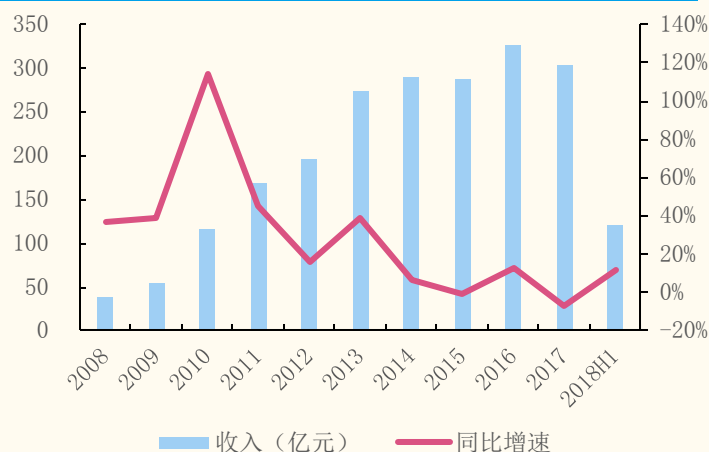
尽管在实际的情况下增值税率的变化可能会导致产品价格变化，但我们认为一方面产品价格的下降不会完全对冲增值税率下降的影响，另外一方面增值税率的变化会导致公司现金流的改善，从另一个方面会带来公司财务费用的下降进而进一步提升公司的盈利能力。

5. 其他核心业务：房地产/矿产高增可期，勘察设计/工业制造具强大实力

5.1 房地产业务：土储货值极为充足，近 3 年料高速发展

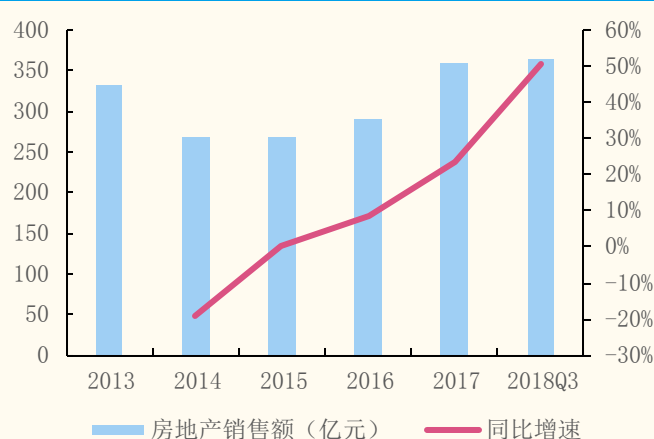
- **房地产 2018 年销售收入大幅增长。**中国中铁房地产业务的主要运营主体是中铁置业集团以及中铁文化旅游投资集团，也散步于公司下属的工程公司中。2017/2018H1 公司房地产业务营业收入 303.5/122 亿元，同比 +6.9%/12%，占公司营收比重分别为 4.38%/3.86%。2018 年至 Q3，公司房地产业务各项指标均出现高增，新增土地面积 170 万平米，同比增长 338%，开工面积 420 万平米，同比增长 70%，竣工面积 158 万平米，同比增长 74%，签约面积 303 万平米，同比增长 29%，签约金额 364 亿元，同比增长 51%。

图表 45：公司房地产业务营收增速回升



来源：Wind，国金证券研究所

图表 46：公司房地产业务销售金额大幅增长



来源：Wind，国金证券研究所

- **总土储货值极为充足。**根据易居克而瑞数据，截至 2017 年底，中国中铁权益总土储货值 4593 亿元，位列所有房企第 14 位，是 2017 年房地产板块营业收入 304 亿元的 15 倍之多。2018 年 1-10 月新增货值排名中，公司新增货值约 680 亿元，位列所有房地产企业第 34 位。2018 年中国中铁 1-11 月权益销售金额 458 亿元，较上年同期增长近 60%，位列所有房地产公司 48 位，排名较上年度上升 7 名。

图表 47：公司房地产可供出售面积积极充足

	地区	可供出售面积 (万平方米)	2018 年上半年已预售面积 (万平方米)	2018 年上半年销售金额 (万元)	平均售价 (元/平方米)
1	京津冀区域	316.64	40.76	371251	9108
2	长三角区域	113.77	22.6	358377	15857
3	珠三角区域	110.62	2.43	88116	36262
4	长江中游区域	525.64	43.44	458934	10565
5	山东半岛区域	514.62	47.44	653122	13767
6	西南区域	1794.44	118.36	945353	7987
7	其他区域	765.14	64.33	728948	11331
8	海外区域	13.44	0.05	110	2200
	合计	4154.31	339.41	3604211	10619

来源：公司公告，国金证券研究所

- **房地产业绩对营收更为敏感。**2015-2018H1，公司房地产业务毛利率分别为 25.85%、26.51%、24.49%、27.83%，整体呈现较为平稳的趋势，考虑到目前泛地产市场整体形势较为严峻，房地产销售均价有边际下滑的区域，预计未来公司房地产业务毛利率或小幅下滑。

图表 48：公司房地产业务毛利率受行业宏观调控影响略有向下

	2015	2016	2017	2018H1
毛利率	25.85%	26.51%	24.49%	27.83%
毛利率变动	-4.43%	0.65%	-2.02%	-0.42%

	2015	2016	2017	2018H1
原因	公司在二三线城市的房地产项目市场形势较严峻，公司加大去库存力度，部分项目采取了降价促销以加速资金回笼	公司部分项目所在地当年房地产市场价格涨幅较大	尾盘项目加速去化，售价增长低于成本增长幅度	受制于房地产行业宏观调控，收入增长略低于成本增长

来源：公司财报，国金证券研究所

但相较于公司的房地产业务的毛利率波动，房地产业务的营收波动会更为剧烈，因此房地产业务板块的营收增速才是影响公司房地产业务分部业绩的核心因素。根据我们对公司房地产业务的敏感性分析，当公司的房地产业务毛利率为 25% 时，公司 2018 年房地产业务的营收增速从 10% 到 40% 时，公司的房地产业务的毛利润从 84 亿增长至 106 亿，变化幅度为 22 亿元。而当公司的营收增速为 10% 时，但公司房地产业务的毛利率从 25% 提升到 31% 时，公司的房地产业务毛利润从 84 亿元增长至 104 亿元，变化幅度为 20 亿元。考虑到公司的总土储货值极高且销售旺盛，我们认为即便在房地产市场存在压力的背景下公司房地产业务的业绩仍旧将向上增长。

图表 49：房地产业务业绩受营收增长影响更大

		营收增速			
		10%	20%	30%	40%
毛利率	25.00%	84	91	99	106
	27%	90	98	107	115
	29.00%	97	106	115	123
	31%	104	113	123	132

来源：国金证券研究所

- **房地产业务的净利率预计约 10%，是贡献业绩第二大业务板块。**根据公司 2018 年中报的分部财务信息显示，公司房地产业务上半年总营收为 124 亿元，分部利润约 16.1 亿元，占公司上半年总税前利润的 12% 左右。此外公司房地产业务的税前利润率约 13% 左右，假设房地产业务的所得税率为 27%，则公司房地产业务的净利率约 10% 左右，这意味着公司的房地产业务在 2017 年产生了 30.4 亿净利润，是除了基建业务之外贡献业绩最大的业务。

5.2 矿产资源业务：潜龙在渊，蓄势待发

- **资源广泛分布于海内外。公司的资源业务主要由全资子公司中铁资源负责经营，其经营业绩主要体现在中铁资源的业绩上。**中铁集团是中国中铁矿产资源业务板块的承载主体，成立十年以来，公司通过投资收购、“项目换资源”等方式取得多处优质矿产资源，主要分布在刚果（金）、澳大利亚、蒙古等多个国家（地区）以及内蒙古、青海、黑龙江、福建等省区。

图表 50：中铁资源国内产业布局



来源：中铁资源集团官网，国金证券研究所

图表 51：中铁资源国外产业布局



来源：中铁资源集团官网，国金证券研究所

- 有色金属储藏量丰富，在运营矿山项目众多。1) 根据公司 2018 年中报，目前矿山保有资源储量主要包括铜约 900 万吨、钴约 60 万吨、钼约 70 万吨、铅+锌约 160 万吨、银约 3300 吨，其中，铜、钴、钼保有量在国内同行业处于领先地位，铜、钼实际产能已居国内同行业前列；2) 公司已投入运营的矿山包括：国内控股大型钼矿山 1 座、金矿山 1 座、煤矿 1 座；在刚果（金）控股大型铜钴矿山 2 座、中型铜钴矿山 1 座，在蒙古拥有大型铅锌银矿山 1 座、中型铅锌银矿山 1 座。公司在刚果（金）的 SICOMINES、绿纱和 MKM 铜钴矿等，铜金属资源量超过 900 万吨，钴金属资源量近 60 万吨，已发展成为国家重要的海外铜、钴资源基地；在蒙古国的乌兰矿，铅锌金属资源量近 200 万吨，副产金、银贵金属，是蒙古国最大的铅锌银多金属矿山；黑龙江伊春鹿鸣钼矿是国内规模最大的单体钼矿，钼金属资源储量约 80 万吨，年处理矿石量 1500 万吨，年产钼精矿 2.25 万吨，生产规模国内第一，在亚洲和世界也位居前列。其中铜、钼等资源控制总量在国内同行业居领先地位，迅速崛起成为国际矿产资源行业的新锐。

图表 52：公司矿产资源项目进展情况

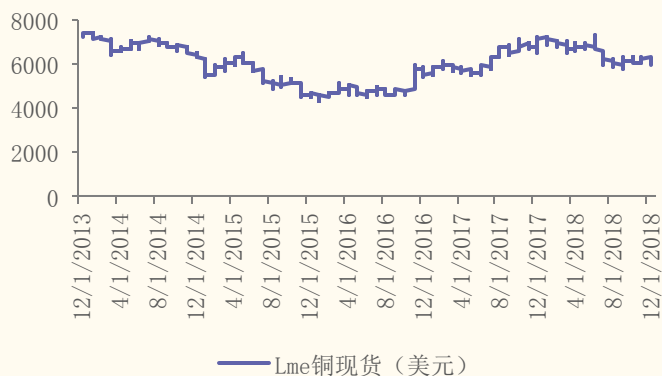
序号	项目名称	矿产资源				权益比	项目计划总投资（亿元）	项目开累已完成投资额（亿元）	报告期公司投资额（亿元）	计划竣工时间	项目进展情况
		品种	品位	资源/储量（保有）							
				单位	数量						
1	黑龙江伊春市鹿鸣钼矿	钼	0.088%	万吨	70.82	83%	42.17	41.02	0	已竣工	正常生产
2	绿纱矿业股份有限公司绿纱铜钴矿	铜	2.47%	万吨	65.78	72%	16.57	19.89	1.65	已竣工	正常生产
		钴	0.17%		4.49						
3	MKM 矿业股份有限公司 MKM 铜钴矿	铜	2.78%	万吨	8.64	80.20%	11.95	11.99	0.3	已竣工	正常生产
		钴	0.33%		1.02						
4	刚果（金）华刚矿业股份有限公司 SICOMINES 铜钴矿	铜	3.41%	万吨	830.97	41.72%	249.15	107.9	0.25	已竣工	一期工程正常生产，二期工程设计启动
		钴	0.24%		57.59						
5	蒙古国新鑫有限责任公司司乌兰	铅	1.60%	万吨	28.21	100%	6.4	6.4	0.2	已竣工	正常生产
		锌	3.17%		58.67						

	铅锌矿	银	66.34g/t	吨	1252.11						
6	蒙古国新鑫有限 责任公司木哈尔 铅锌矿	铅	0.75%	万吨	8.17	100%	/	/	0	/	未开发建设
		锌	3.50%		38.26						
		银	108.33g/t	吨	1184.64						
7	蒙古国新鑫有限 责任公司乌日勒 敖包及张盖陶勒 盖金矿	金	3g/t	吨	3	100%	/	/	0	/	未开发建设
8	蒙古国祥隆矿业 公司查夫银铅锌 多金属矿	铅	6.38%	万吨	15.15	100%	/	/	0	/	停产
		锌	3.81%		9.19						
		银	234.67g/t	吨	866						

来源：公司半年报，国金证券研究所

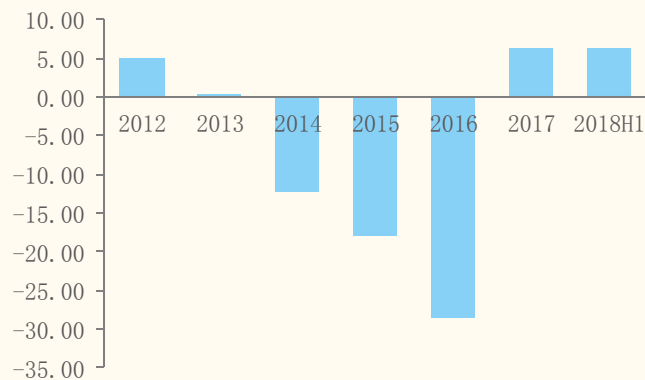
- **矿产资源业务近年扭亏为盈，有望持续增厚公司业绩。**1) 2014-2016 年，因铜、钴等大宗商品价格持续走低，中铁资源分别亏损 12.2/18.04/28.6 亿元，严重拖累公司净利润。近年来，伴随着全球矿产勘查投入连续下降，对矿产品市场可持续供应压缩效应开始显现，叠加我国供给侧改革“去产能”政策实施，以及“一带一路”建设逐渐带动沿线国家能源资源以及基础设施建设，全球矿业自 2017 年开启了新的周期模式。2) 随着 2017 年资源品价格的企稳回升，铜价逐渐回暖，公司矿产业务实现扭亏为盈且大幅增长，2017 年中铁资源净利润为 6.28 亿元（其中华刚矿业实现净利润 21.27 亿元，公司归属的投资收益为 8.9 亿元）。3) 中铁资源 2018H1 中实现收入 22 亿元，同比增长 30.52%；毛利率为 45.83%，同比+ 5.41 pct，净利润为 6.31 亿元，再度大幅增长（其中华刚矿业 2018 年 H1 实现净利润 13.27 亿元，权益法核算出来的投资收益为 5.5 亿）

图表 53：铜吨单价虽有下滑趋势维持在较高位置



来源：Wind，国金证券研究所

图表 54：中铁资源近年净利润大幅上升（亿元）



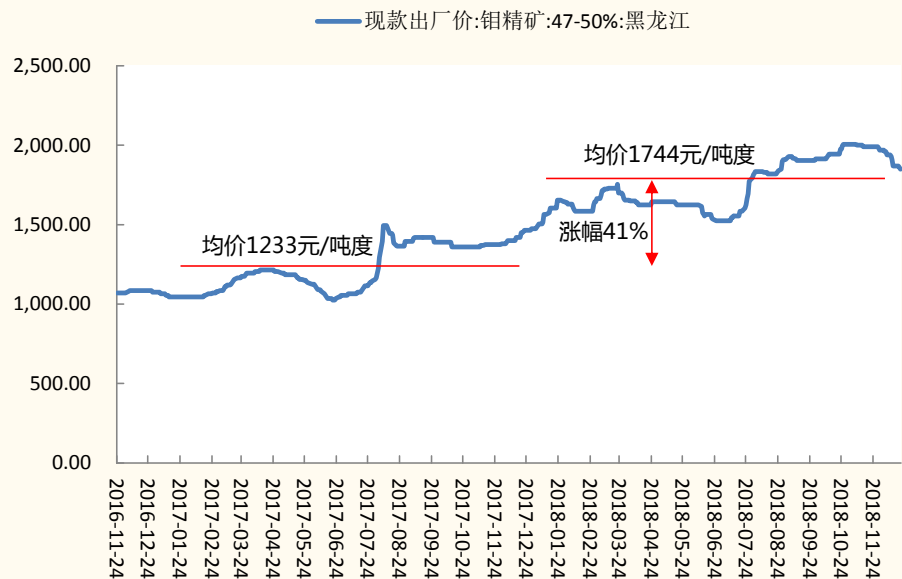
来源：中铁资源集团官网，国金证券研究所

■ 中铁资源业绩主要来自黑龙江伊春市鹿鸣钼矿和华刚矿业

■ 黑龙江伊春市鹿鸣钼矿（持股比例 83%）：

目前年产 51%品位钼精矿 2.37 万吨产能（数据来源：伊春市人民政府网：<http://www.yc.gov.cn/xxgk/cdly/ggjd/aqsc/aqscsg/2017/-11/88926.html>），是国内出售钼精矿的主要矿山。从钼精矿的价格来看，今年以来钼精矿的价格持续上升，主要的原因是：①下游钢铁行业发展转向追求产品附加值的提升，高性能合金钢等产量增速提升，由此导致钼的需求提升；②在供给侧改革和环保督查大背景下，小的钼矿产能关停且复产较为困难。据 wind，截至 2018 年 12 月 20 日，黑龙江地区钼精矿:47-50%的现款出厂价达到 1860 元/吨度，较年初上涨约 25%，截至目前均价约 1744 元/吨度，较 2017 年全年均价上涨 41%。

图表 55：2018 年以来钼精矿价格较 2017 年大幅上涨 41%



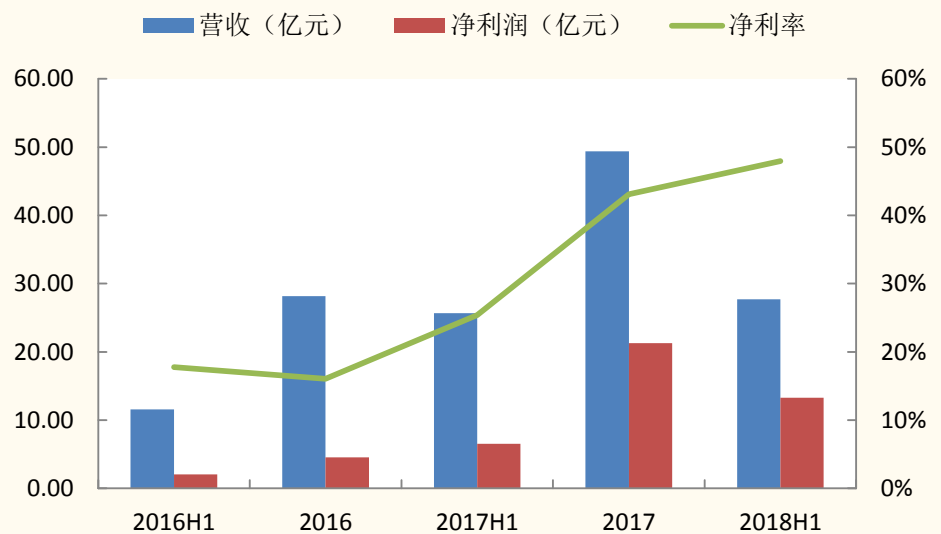
来源：Wind，国金证券研究所

根据黑龙江政府网 2017 年 2 月份“伊春鹿鸣矿业生产全速前进”报道 (<http://www.hlj.gov.cn/ztl/system/2017/02/12/010811738.shtml>)，“2016 年 11 月，伊春鹿鸣销售钼矿金属量 1886.89 吨，实现销售收入 16107.34 万元，净利润 1895 万元，实现了项目投产以来的首次单月盈利”，照此计算伊春鹿鸣矿单月净利率约 12%，而 2016 年 11 月伊春鹿鸣钼精矿价格约 1070 元/吨度，按照 2018 年至今钼精矿均价 1744 元/吨度计算，伊春鹿鸣钼矿 2017/2018 年净利润分别约为 2.85/7.44 亿元，按持股比例 83%计算，伊春鹿鸣钼矿 2017 年为公司贡献净利润为 2.37 亿元。

华刚矿业（联营企业，持股比例 41.72%）

目前华刚矿业一期达产后年处理矿石量 455 万吨，年产金属铜 12.5 万吨；二期工程扩产后，最终将形成每年生产 25 万吨阴极铜、6000 吨氢氧化钴及 12 万吨硫酸的综合冶炼生产能力。受益于铜价的价格回升，公司在 2017 年营收 49.38 亿元，净利润高达 21.27 亿元，净利率高达 43%，按照中国中铁的持股比例，去年华刚矿业为公司贡献的投资收益为 8.87 亿元。且二期工程扩产后，华刚矿业的净利润体量料再上台阶。

图表 56：华刚矿业近年来净利润快速增长



来源：国金证券研究所

- 预计 2018 年中铁资源的业绩高达 15.16 亿元，同比增长 141%。由于钼精矿价格今年大幅上涨，铜价虽近期有所回落但仍处于较高区间，叠加产能的释放，我们预计中铁资源 2018 年净利润高达 15.16 亿元，其中华刚矿业贡献的投资收益为 11.26 亿元。

图表 57：预计中铁资源 2018 年业绩有望大幅增长

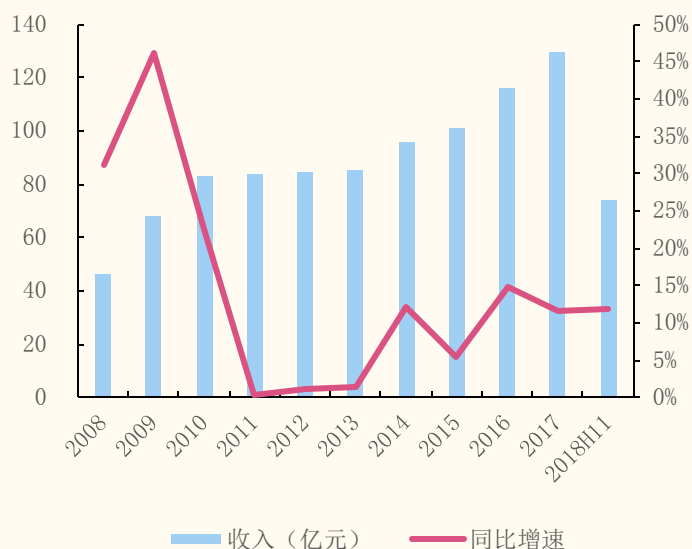
	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 H1	2018E
营业收入（亿元）	20.32	24.69	40.85	22	53.11
Yoy	-13.80%	21.53%	65.44%	30.52%	30%
毛利率		23.71%	44.91%	45.83%	45%
毛利润（亿元）		5.85	18.35	10.08	23.90
投资收益（持有华刚矿业的股权）（亿元）		1.89	8.88	5.54	11.26
净利润（亿元）	-18	-28.6	6.28	6.3	15.16

来源：公司年报，国金证券研究所

5.3 勘察设计咨询业务：订单稳定增长，市占率有望持续提升

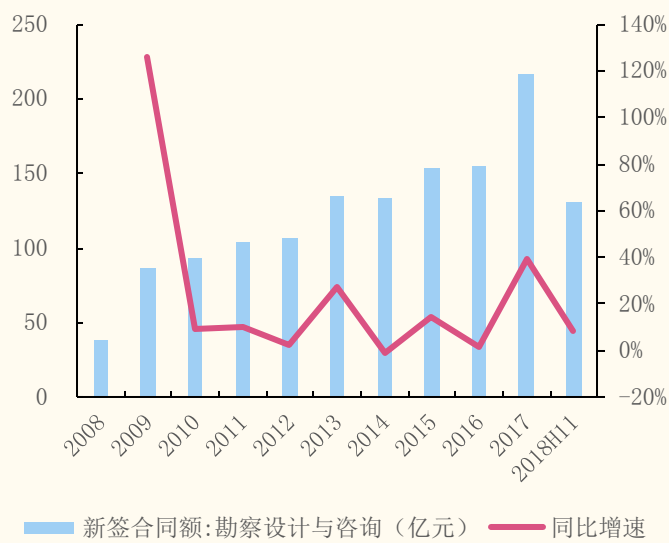
- 业绩保持稳定，订单高速增长。公司勘察设计与咨询业务涵盖研究、规划、咨询、勘察设计等基本建设全过程服务，主要涉及铁路、城市轨道交通、公路、市政、房建等行业，并不断向现代有轨电车、磁悬浮、民用机场、港口码头、电力、节能环保等新行业新领域拓展。2017/2018H1 公司勘察设计咨询业务分别实现营业收入 130/74 亿元，同比增长 12%/12%；新签订单 217/131 亿元，分别同比增长 39%/8.4%。2012-2017 年，公司勘察设计咨询业务营业收入复合增速 9.0%，新签订单额复合增速 15.4%。

图表 58：公司勘察设计咨询业务营收稳定增长



来源：Wind，国金证券研究所

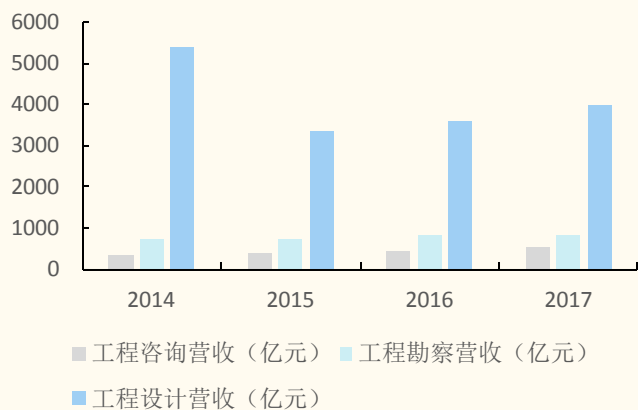
图表 59：公司勘察设计咨询业务新签订单高速增长



来源：Wind，国金证券研究所

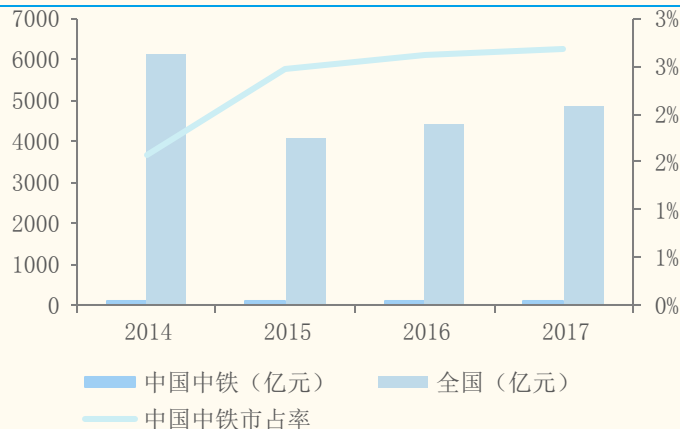
- **市场占有率逐步提升至 2.7%。**作为工程的上游板块，公司勘察设计咨询业务一方面受益于公司基建主业的不断增长，另一方面凭借强大的实力不断开拓市场增加业务量。公司勘察设计咨询业务市场占有率从 2014 年的 1.6% 上升至 2017 年的 2.7%，提升明显。我们认为设计作为成熟的行业，长期趋势仍然是集中度提升，龙头公司有望凭借丰富的项目经验、齐全的资质、优秀的人才队伍等优势逐步提升市场占有率，实现强者恒强。

图表 60：全国工程勘察设计咨询市场规模较稳定



来源：全国工程勘察设计统计公报，国金证券研究所

图表 61：公司勘察设计咨询业务市占率逐渐提升



来源：Wind，全国工程勘察设计统计公报，国金证券研究所

- **公司勘察设计业务的毛利率因业务量提升或将继续下降。**2015-2018H1，公司勘察设计业务毛利率分别为 32.4%/30.2%/29.8%/27.3%，呈现逐渐下降趋势，主要原因是勘察设计业务量的增长造成劳务费、外协成本和技术咨询费的增加。预计未来勘察设计业务毛利率将随着业务量的上升继续下降。

图表 62：公司勘察设计业务毛利率因业务量提升有所下降

	2015	2016	2017	2018H1
毛利率	32.37%	30.17%	29.83%	27.26%
毛利率变	-0.70%	-2.20%	-0.34%	-1.10%

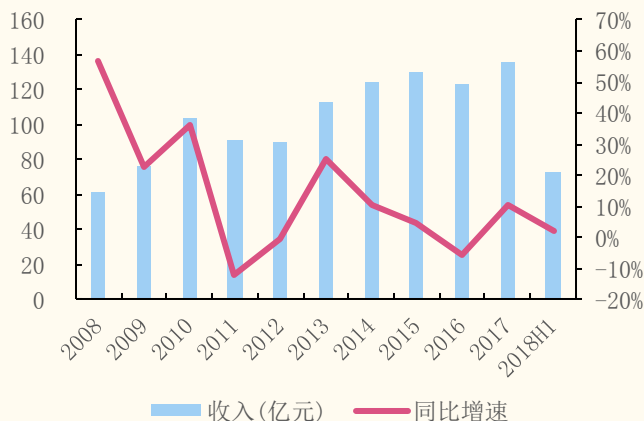
	2015	2016	2017	2018H1
动				
原因	勘察设计咨询服务业务毛利率与上年同期相比基本持平	受本年勘察设计业务增长较快，在项目数量较多和工期紧张的情况下，部分项目使用劳务派遣人员来解决现场需求，因而造成本年劳务费、外协成本和技术咨询费的增加，导致毛利率下降	本年勘察设计业务增长较快，在项目数量较多和工期紧张的情况下，部分项目使用劳务派遣人员来解决现场需求，因而造成本年劳务费、外协成本和技术咨询费的增加，导致毛利率下降	随着业务量增长，人工成本和委外成本增加；承揽的多个境外项目多处于前期阶段，投入较大

来源：公司财报，国金证券研究所

5.4 工业制造业务：交通领域高端装备制造的绝对的龙头

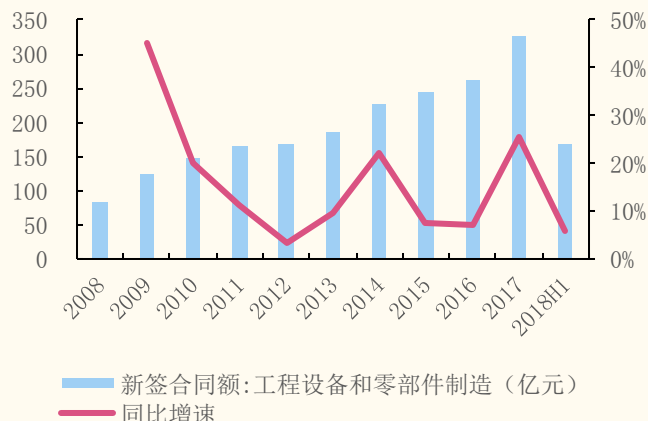
- **竞争力强劲，交通领域高端装备制造行业领先。**公司工程设备和零部件制造业务主要服务于境内外基础设施建设，产品涵盖道岔、隧道施工设备（主要是盾构机）、桥梁建筑钢结构、工程施工机械以及铁路电气化器材。在铁路、公路、城市轨道交通、地下工程等交通基建相关的高端装备制造领域拥有全国乃至世界领先的地位。①在技术壁垒较高的高速道岔（250公里时速以上）业务市场占有率约 65%，重载道岔市场占有率 50%以上，成功推动了我国铁路的每一次大提速；城轨交通业务领域市场占有率约为 60%-70%，是道岔市场的绝对龙头。②公司是目前亚洲最大、全球第二大盾构研发制造商。国内盾构机已经形成中铁装备（中铁工业全资子公司）和铁建重工双寡头的竞争格局，中铁装备的市场占有率约为 40%。③目前是我国钢桥梁制造安装的龙头企业，在大型钢结构桥梁的市场占有率超过 60%。
- 2017/2018H1，公司工业制造业务实现营业收入 136/73 亿元，同比增长 11%/2.07%；新签合同额 327/169 亿元，分别同比增长 25%/5.7%。我们预测在基建补短板以及高铁投资增长的背景下，公司的工业制造业务将实现稳定增长。

图表 63：公司工业制造业务营收稳定增长



来源：Wind，国金证券研究所

图表 64：公司工业制造业务新签订单持续创新高



来源：Wind，国金证券研究所

6. 盈利预测和估值

6.1 预测公司 2018-2020 年业绩增速分别达 22%/29%/20%

- 基于以下核心假设条件，我们预计 2018/2019/2020 年公司归母净利润 195.38/252.31/301.76 亿元，净利润增速分别为 21.60%/29.14%/19.60%。

①我们看好在去杠杆和高质量发展时代背景下公司管理效率和成本管控的提升，预计毛利率会逐年上升；

②我们看好公司管理效率的提升，预计管理费用率逐年下降；

③由于公司在手订单充足，我们假设 2020 年之前公司营收保持稳定增长趋势；

④我们看好公司高质量发展，公司未来资产质量料有所提升，减值损失趋于稳定；

⑤我们看好公司矿产业务的发展，预计 2020 年之前投资收益将持续增长。

图表 65：预计 2018/2019/2020 年公司归母净利润 195.38/252.31/301.76 亿元

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	624,104	643,357	693,367	730,735	773,778	821,727
增长率		3.1%	7.8%	5.4%	5.9%	6.2%
主营业务成本	-554,554	-584,614	-625,759	-657,797	-693,577	-734,234
%销售收入	88.9%	90.9%	90.2%	90.0%	89.6%	89.4%
毛利	69,550	58,744	67,608	72,938	80,202	87,493
%销售收入	11.1%	9.1%	9.8%	10.0%	10.4%	10.6%
营业税金及附加	-20,001	-8,002	-4,643	-4,604	-4,875	-5,177
%销售收入	3.2%	1.2%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-2,342	-2,560	-2,854	-3,508	-3,482	-3,698
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
管理费用	-26,621	-27,078	-29,974	-33,248	-32,886	-33,444
%销售收入	4.3%	4.2%	4.3%	4.6%	4.3%	4.1%
息税前利润 (EBIT)	20,585	21,103	30,137	31,579	38,959	45,174
%销售收入	3.3%	3.3%	4.3%	4.3%	5.0%	5.5%
财务费用	-2,397	-2,144	-3,538	-2,881	-3,062	-2,793
%销售收入	0.4%	0.3%	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%
资产减值损失	-3,469	-3,880	-9,245	-3,848	-3,120	-3,288
公允价值变动收益	-3	-32	49	60	70	82
投资收益	956	1,386	1,614	2,300	2,300	3,000
%税前利润	5.9%	7.8%	8.3%	8.5%	6.5%	7.1%
营业利润	15,671	16,434	19,248	27,210	35,148	42,175
营业利润率	2.5%	2.6%	2.8%	3.7%	4.5%	5.1%
营业外收支	636	1,238	296	-60	100	120
税前利润	16,307	17,672	19,544	27,150	35,248	42,295
利润率	2.6%	2.7%	2.8%	3.7%	4.6%	5.1%
所得税	-4,521	-4,970	-5,340	-7,412	-9,517	-11,420
所得税率	27.7%	28.1%	27.3%	27.3%	27.0%	27.0%
净利润	11,786	12,703	14,204	19,738	25,731	30,876
少数股东损益	-472	194	-1,863	200	500	700
归属于母公司的净利润	12,258	12,509	16,067	19,538	25,231	30,176
净利率	2.0%	1.9%	2.3%	2.7%	3.3%	3.7%

来源：Wind，国金证券研究所

6.2 分部估值给予公司 2019 年目标价 8.46 元，对应 18%上涨空间

■ 分部业绩分析

贡献公司业绩的主要业务包括建筑、地产、勘察设计、工业制造和其他业务，其中其他业务包括矿产、金融和物贸等业务。由于物贸业务板块在过去几年均处于亏损状态且具体亏损金额难以得知。在分析公司分部净利润的时候，我们将基建业务和物贸业务合并，用其他业务的分部净利润来反推基建和物贸业务的净利润占比，并根据基建业务的对标估值来对此部分业务进行分部估值。

图表 66：公司 2018 年分部业绩预测

	持股比例	分部净利润（亿元）	归母净利润（亿元）
基建及物贸等	100%	111.0	111.0
地产	100%	32.49	32.5
工业制造	52%	10.39	5.4
勘察设计	100%	11.77	11.8
矿产	100%	15.16	15.2
金融	93%/95%	20.9	19.6

来源：公司公告，国金证券研究所

■ 采用分部估值法，公司合理市值为 1952 亿元

图表 67：采用分部估值法计算公司合理市值为 1952 亿元

业务类型	2018 年归母净利润（亿元）	净利润贡献率	可比标的	2018 年 PE	分部估值（亿元）
基建建设及物贸等	111	56.8%	隧道股份	9.2	1021
勘察设计咨询	11.8	6%	苏交科	14.6	172
工程设备和零部件制造业务	5.4	2.8%	中铁工业	15	81
房地产业务	32.5	16.6%	阳光城	6.9	224
矿产资源业务	15.2	7.8%	洛阳钼业	15.1	230
金融服务	19.6	10%	中航资本	11.4	223
			中国中铁合理估值		1952

来源：Wind，国金证券研究所（对标公司估值截至日期为 2018/12/21）

考虑到公司的权益类融资会稀释归属于普通股股东的 EPS，在假设 2019 年公司再发行 50 亿元可续期债权且利率为 4.5%，债转股 2019 年完成的基础上，我们计算出公司 2018-2020 年经摊薄的 EPS 为 0.82/0.98/1.17 元。假设 2019 年公司的净利润分部和 2018 年相似，根据分部估值法，公司 2019 年的合理 PE 为 8.63 倍，对应目标价为 8.46 元，较 12 月 21 日收盘价 7.15 元存在 18% 上涨空间。

图表 68：考虑权益类融资稀释 EPS 后，公司合理估值为 8.63 倍

代码	公司	收盘价（元/股）	2019 年 EPS（预期）	2019 年 PE	中国中铁净利润占比	分部估值
603993.SH	洛阳钼业	3.93	0.30	13.10	7.80%	1.02
600705.SH	中航资本	4.39	0.46	9.54	10.00%	0.95
600528.SH	中铁工业	10.85	0.85	12.76	2.80%	0.36
000671.SZ	阳光城	5.33	1.09	4.89	16.60%	0.81
600820.SH	隧道股份	5.97	0.71	8.41	56.80%	4.78
300284.SZ	苏交科	10.33	0.87	11.87	6.00%	0.71
					中国中铁合理估值	8.63

来源：Wind，国金证券研究所 注：可比公司股价为 12 月 21 日收盘价

7. 风险提示

- **宏观经济波动风险：**公司所属行业的发展与国家宏观经济形势及相关政策具有较强的关联性，如果出现较大波动将对公司市场需求造成一定影响。
- **基建补短板低于预期风险：**基建补短板是行业投资增速回升的重要因素之一，但政策的执行还受到货币环境、信用环境和产业链协同等多重因素的影响，存在政策执行低于预期的风险。

- **项目执行不及预期风险：**公司在手订单较多，但存在项目终止、意外事故等造成项目损失的风险因素。
- **汇率风险：**公司有部分项目在海外，计价货币多为外币，存在汇率波动导致收益受损的风险。
- **应收账款减值风险：**建筑项目垫资执行现象较为普遍，同时需要缴纳项目执行保证金等款项，而基建对应的下游多为政府及其相关部门，如果业主方负债率过高、融资受阻可能会造成公司应收账款计提减值的风险。
- **存货风险：**建筑企业部分尚未结转营收的已完工未结算工程放在资产负债表的存货里，存在存货周转率变慢、存货跌价的风险。
- **应付账款风险：**公司上游主要是分包商和原材料供应商，公司 2018 三季度末有 3190 亿元应付账款及应付票据，若短时间支付现金较多，可能会导致资金面紧张。
- **管理效率提升不及预期风险：**公司是超大型建筑央企，控股二级公司达 46 个，从业人员超过 28 万人，有绝大的管理效率提升空间，但同时也存在组织庞大导致结构松散、人员众多不易管理等特点，可能会导致管理效率提升不及预期。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	624,104	643,357	693,367	730,735	773,778	821,727
增长率		3.1%	7.8%	5.4%	5.9%	6.2%
主营业务成本	-554,554	-584,614	-625,759	-657,797	-693,577	-734,234
%销售收入	88.9%	90.9%	90.2%	90.0%	89.6%	89.4%
毛利	69,550	58,744	67,608	72,938	80,202	87,493
%销售收入	11.1%	9.1%	9.8%	10.0%	10.4%	10.6%
营业税金及附加	-20,001	-8,002	-4,643	-4,604	-4,875	-5,177
%销售收入	3.2%	1.2%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-2,342	-2,560	-2,854	-3,508	-3,482	-3,698
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
管理费用	-26,621	-27,078	-29,974	-33,248	-32,886	-33,444
%销售收入	4.3%	4.2%	4.3%	4.6%	4.3%	4.1%
息税前利润 (EBIT)	20,585	21,103	30,137	31,579	38,959	45,174
%销售收入	3.3%	3.3%	4.3%	4.3%	5.0%	5.5%
财务费用	-2,397	-2,144	-3,538	-2,861	-3,021	-2,750
%销售收入	0.4%	0.3%	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%
资产减值损失	-3,469	-3,880	-9,245	-3,848	-3,120	-3,288
公允价值变动收益	-3	-32	49	60	70	82
投资收益	956	1,386	1,614	2,300	2,300	3,000
%税前利润	5.9%	7.8%	8.3%	8.5%	6.5%	7.1%
营业利润	15,671	16,434	19,248	27,230	35,189	42,218
营业利润率	2.5%	2.6%	2.8%	3.7%	4.5%	5.1%
营业外收支	636	1,238	296	-60	100	120
税前利润	16,307	17,672	19,544	27,170	35,289	42,338
利润率	2.6%	2.7%	2.8%	3.7%	4.6%	5.2%
所得税	-4,521	-4,970	-5,340	-7,417	-9,528	-11,431
所得税率	27.7%	28.1%	27.3%	27.3%	27.0%	27.0%
净利润	11,786	12,703	14,204	19,752	25,761	30,907
少数股东损益	-472	194	-1,863	214	530	731
归属于母公司的净利润	12,258	12,509	16,067	19,538	25,231	30,176
净利率	2.0%	1.9%	2.3%	2.7%	3.3%	3.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	11,786	12,703	14,204	19,752	25,761	30,907
少数股东损益	-472	194	-1,863	214	530	731
非现金支出	11,185	12,481	18,107	4,717	4,082	4,359
非经营收益	2,765	1,167	1,395	4,858	4,575	3,909
营运资金变动	4,635	27,950	-715	-3,190	2,019	-5,159
经营活动现金净流	30,372	54,301	32,991	26,138	36,437	34,016
资本开支	-13,752	-10,883	-13,852	-20,242	-10,801	-12,030
投资	-3,802	-8,526	-19,979	-3,437	-13,130	-21,118
其他	1,999	1,932	1,452	2,800	2,290	2,990
投资活动现金净流	-15,555	-17,477	-32,380	-20,879	-21,641	-30,158
股权募资	20,927	289	9,685	8,000	18,351	5,000
债权募资	1,129	-3,151	2,799	-633	-2,300	18,058
其他	-12,434	-12,629	-11,421	-15,991	-16,631	-18,646
筹资活动现金净流	9,622	-15,491	1,063	-8,624	-579	4,412
现金净流量	24,439	21,332	1,674	-3,366	14,216	8,270

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	100,718	124,085	130,392	127,027	141,243	149,514
应收款项	170,752	188,952	227,022	181,803	191,547	201,368
存货	246,758	224,804	242,463	244,852	246,780	255,218
其他流动资产	47,182	57,068	60,206	105,931	111,277	117,917
流动资产	565,410	594,908	660,084	659,612	690,848	724,016
%总资产	79.2%	78.8%	78.2%	74.4%	72.3%	72.6%
长期投资	32,831	40,023	62,300	76,536	85,546	102,556
固定资产	51,931	54,629	59,380	63,813	66,313	68,813
%总资产	7.3%	7.2%	7.0%	7.2%	6.9%	6.9%
无形资产	52,514	53,451	52,549	58,269	64,907	72,486
非流动资产	148,258	159,601	184,000	226,371	264,471	272,763
%总资产	20.8%	21.2%	21.8%	25.6%	27.7%	27.4%
资产总计	713,668	754,509	844,084	885,983	955,319	996,780
短期借款	77,343	74,397	82,169	89,827	93,659	78,901
应付款项	368,697	415,163	469,915	471,643	486,412	505,051
其他流动负债	24,408	17,044	29,632	30,056	35,323	38,533
流动负债	470,447	506,604	581,716	591,527	615,394	622,484
长期贷款	63,581	59,039	53,023	62,023	69,023	76,023
其他长期负债	40,239	39,708	39,625	44,513	48,556	51,604
负债	574,267	605,350	674,364	698,062	732,972	750,111
普通股股东权益	130,587	140,334	155,381	173,368	207,264	230,855
少数股东权益	8,814	8,825	14,339	14,553	15,083	15,814
负债股东权益合计	713,668	754,509	844,084	885,983	955,319	996,780

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.537	0.548	0.703	0.855	1.028	1.230
每股净资产	5.716	6.143	6.802	7.589	8.446	9.407
每股经营现金净流	1.330	2.377	1.444	1.144	1.485	1.386
每股股利	0.000	0.000	0.270	0.328	0.395	0.472
回报率						
净资产收益率	9.39%	8.91%	10.34%	11.27%	12.17%	13.07%
总资产收益率	1.72%	1.66%	1.90%	2.21%	2.64%	3.03%
投入资本收益率	4.78%	4.80%	6.51%	6.17%	6.79%	7.53%
增长率						
主营业务收入增长率	2.16%	3.08%	7.77%	5.39%	5.89%	6.20%
EBIT增长率	8.10%	2.52%	42.81%	4.78%	23.37%	15.95%
净利润增长率	40.39%	2.05%	28.44%	21.61%	29.13%	19.60%
总资产增长率	4.48%	5.72%	11.87%	3.87%	5.67%	6.56%
资产管理能力						
应收账款周转天数	81.1	79.7	83.1	65.0	65.0	65.0
存货周转天数	160.7	147.2	136.3	136.0	130.0	127.0
应付账款周转天数	149.6	156.4	161.2	159.0	155.0	150.0
固定资产周转天数	26.2	27.7	27.6	27.7	26.6	25.5
偿债能力						
净负债/股东权益	50.38%	27.86%	19.07%	27.61%	22.63%	14.63%
EBIT利息保障倍数	8.6	9.8	8.5	11.0	12.9	16.4
资产负债率	80.47%	80.23%	79.89%	78.79%	76.73%	75.25%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	4	12	12	32
增持	0	0	1	1	5
中性	0	0	0	1	2
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.08	1.21	1.23

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH