

基建龙头结构持续优化，少数股东权益拖累业绩表现

——中国中铁（601390）2018 年报点评

2019 年 04 月 01 日

推荐/首次

中国中铁

财报点评

投资要点：

- **事件：**公司发布 2018 年年度报告，公司 2018 年实现营业收入 7404.36 亿元，同比增长 6.79%，实现归属母公司股东的净利润 171.98 亿元，同比增长 7.04%。
- **少数股东损益占净利润比例显著提升，致业绩增速表现低于预期。**公司全年营收和归母增速同比分别回落 1pp/21pp，少数股东损益 2.4 亿，同比增加约 21 亿，通过假定其占净利润比例与上年保持相同试算，我们认为其拖累归母增速达 15.7 个百分点；
- **三费率同步提升，业务结构优化提高毛利率，减值减少、投资收益增加、税率降低，整体盈利能力稳步提升。**报告期内公司毛利率 9.9%，同增 0.52pp，主要系基建业务结构优化、装备制造产品成本管理水平提升、矿产资源金融业务利润率提升等；销售/管理/财务费率分别为 0.48%/5.13%/0.94%，分别同增 0.1pp/0.3pp/0.4pp，合计期间费同增 23%，费率 6.04%同增 0.8pp；减值损失 82 亿同减 11%，投资净收益 47 亿大幅同增 193%，所得税率 23.2%同减 4.1pp，总体来看净利率 2.36%同增 0.3pp；
- **基建建设和装备龙头，订单储备充裕，高毛利业务高增长带动整体毛利率提升。未来有望充分受益基建投资回暖。**公司在国内铁路/地铁/公路市场份额分别保持在 45%/40%/10%以上，在高速道岔/重载道岔/轨道交通/大型钢结构桥梁/盾构五大市场份额分别在 65%/50%/60%/60%/40%以上。全年新签基建订单 14346 亿，同增 5.9%，期末未完成合同额 26865 亿，同增 24.6%，对应 2018 年工程收入的 4.3 倍。其中铁路新签 2541 亿，YOY+4.8%，未完成额 5579 亿，YOY+1.7%；公路新签 3016 亿，YOY-11%，未完成额 5147 亿 YOY+28%；市政新签 8789 亿，YOY+14%，未完成额 16139 亿，YOY+34%；全年工程收入 6242 亿，YOY+4.6%，毛利率同增 0.19pp，主要系细分业务结构优化和 PPP 项目带动，其中市政收入 3221 亿 YOY+14.7%，毛利率 9.56%，公路收入 975 亿 YOY+20%，毛利率 7.6%，铁路收入 2046 亿 YOY-12.8%，毛利率 3.98%；当前基建回暖趋势不断强化，发改委 2018 年新批铁路约 5975 亿，地铁约 7736 亿，将继续支撑公司订单增长；
- **地产收入和合约销售额大幅增长。**公司全年地产业务收入/合约销售额分别为 433 亿/530 亿，分别同增 43%/47%，毛利率 24.63%，收入占比 6%而毛利占比为 15%。新增土地储备 443 万平同增 3.7 倍，将有力支撑未来业绩；
- **盈利预测与投资评级：**预计公司 2019 年-2021 年实现营业收入分别为 8090.42 亿元、8728.57 亿、9341.54 亿元；归母净利润分别为 210.19 亿元、237.35 亿元和 260.12 亿元；EPS 分别为 0.92 元、1.04 元和 1.14 元，对应 PE 分别为 8X、7.1X 和 6.5X。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1、基建投资不及预期；2、地产调控风险；3、海外业务风险。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	693,366.	740,436.	809,042.	872,857.	934,154.
增长率（%）	7.77%	6.79%	9.27%	7.89%	7.02%
净利润（百万元）	14,203.5	17,436.2	21,293.0	23,991.2	26,276.9
增长率（%）	11.81%	22.76%	22.12%	12.67%	9.53%
净资产收益率（%）	10.34%	8.97%	12.95%	14.21%	15.04%
每股收益(元)	0.67	0.72	0.92	1.04	1.14
PE	11.00	10.25	8.00	7.08	6.46
PB	1.08	0.88	1.04	1.01	0.97

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

研究员：郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

研究助理：王翩翩

010-66554039

wangpp@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间（元）	7.36-7.41
总市值（亿元）	1681.34
流通市值（亿元）	1348.94
总股本/流通 A 股（万股）	2284430/1832803
流通 B 股/H 股（万股）	/420739
52 周日均换手率	0.17

52 周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

相关研究报告

公司盈利预测表

资产负	单位：百万元					利润表		单位：百万元			
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	660084	651682	589624	748391	783676	营业收入	693367	740436	809042	872857	934154
货币资金	130392	134476	23541	144881	127367	营业成本	625258	664681	724649	780855	835111
应收账款	157805	105909	132993	138701	145882	营业税金及附	4643	5740	6877	6863	7468
其他应收	44423	30515	33342	35972	38498	营业费用	2854	3537	4854	4364	3737
预付款项	29182	41613	40074	38416	42439	管理费用	29974	20664	39643	39279	39234
存货	242463	165241	258094	267416	285997	财务费用	3538	6953	5457	10228	14375
其他流动	18651	35528	56710	76412	95337	资产减值损失	9,245	717	4,614	4,152	3,737
非流动资	184000	290994	299449	316783	333737	公允价值变动	48,99	9,77	9,05	22,60	13,81
长期股权	21166	35433	42519	48897	53787	投资净收益	1,614	4,734	4,261	3,835	3,451
固定资产	52368	55872	58666	61599	64679	营业利润	19248	22696	27218	30973	33957
无形资产	50766	60233	69268	76195	83814	营业外收入	766	597	1,047	804	816
其他非流	4040	73970	73970	73970	73970	营业外支出	470	582	531	528	547
资产总计	844084	942676	889073	1065174	1117413	利润总额	19544	22711	27735	31249	34226
流动负债	581716	622461	622624	784526	830593	所得税	5340	5275	6442	7258	7949
短期借款	54470	72656	72656	210680	205873	净利润	14204	17436	21293	23991	26277
应付账款	288407	285252	297801	331596	366076	少数股东损益	-1863	238	274	256	265
预收款项	84571	283	84571	89140	94029	归属母公司净	16067	17198	21019	23735	26012
一年内到	27700	25524	25524	22971	20674	EBITDA	73603	89978	38748	47284	54427
非流动负	92648	98071	73508	82703	82657	EPS（元）	0,67	0,72	0,92	1,04	1,14
长期借款	53023	56031	42024	50359	49471	主要财务比 率					
应付债券	30533	27995	22396	22396	22396		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	674364	720532	696132	867230	913250	成长能力					
少数股东	14339	30362	30636	30892	31156	营业收入增长	7,77%	6,79%	9,27%	7,89%	7,02%
实收资本	22844	22844	22844	22844	22844	营业利润增长	17,12%	17,92%	19,92%	13,80%	9,63%
资本公积	44058	46371	46371	46371	46371	归属于母公司	28,44%	7,04%	22,22%	12,92%	9,59%
未分配利	67281	80062	74722	68256	61807	获利能力					
归属母公	155381	191782	162306	167053	173007	毛利率(%)	9,75%	10,19%	10,43%	10,54%	10,60%
负债和所	844084	942676	889073	1065174	1117413	净利率(%)	2,05%	2,35%	2,63%	2,75%	2,81%
现金流	单位：百万元					总资产净利润	7,81%	1,90%	1,82%	2,36%	2,23%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	10,34%	8,97%	12,95%	14,21%	15,04%
经营活动	33174	11962	29666	31044	49315	偿债能力					
净利润	14204	17436	21293	23991	26277	资产负债率(%)	80%	76%	78%	81%	82%
折旧摊销	50817	60329	69364	83913	101516	流动比率	1,13	1,05	0,95	0,95	0,94
财务费用	3538	6953	5457	10228	14375	速动比率	0,72	0,78	0,53	0,61	0,60
应收账款	-17272	51895	-27084	-5707	-7181	营运能力					
预收帐款	17077	-84289	84289	4569	4889	总资产周转率	0,87	0,83	0,88	0,89	0,86
投资活动	-32380	-39333	-26247	-9637	-8316	应收账款周转	4,65	5,62	6,77	6,43	6,57
公允价值	49	10	9	23	14	应付账款周转	2,51	2,58	2,78	2,77	2,68
长期股权	0	0	-25287	-8797	-7489	每股指标（元）					
投资收益	1614	4734	4261	3835	3451	每股收益(最新	0,67	0,72	0,92	1,04	1,14
筹资活动	1547	27907	-22060	107802	-41087	每股净现金流	0,10	0,02	-0,82	5,66	0,00
应付债券	0	0	-5599	0	0	每股净资产(最	6,80	8,40	7,10	7,31	7,57
长期借款	0	0	-1504	753	-376	估值比率					
普通股增	0	0	0	0	0	P/E	11,00	10,25	8,00	7,08	6,46
资本公积	2647	2313	0	0	0	P/B	1,08	0,88	1,04	1,01	0,97
现金净增	2342	536	-18641	129209	-87	EV/EBITDA	2,76	2,40	7,13	6,97	6,23

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

王翩翩

建筑行业研究员。清华大学土木工程硕士，曾任职于正荣地产、Hilti Group，对建筑产业链具备深入研究和理解，2018 年加入东兴证券研究所，从事建筑行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。