



中国中铁(601390.SH)

# 【粤开建筑年报点评】中国中铁(601390): 各项指标出色, 受益基建稳增长

2020年03月31日

事项:

买入(维持评级)

当前价: 5.40 元  
目标价: 元

分析师: 刘萍

执业编号: S0300517100001

电话: 0755-83331495

邮箱: liuping\_bf@ybkzq.com

## 近期报告

《中国中铁(601380) - 【联讯建筑公司深度】中国中铁: 政策趋暖提估值, 经营向好增业绩》2019-09-05

2019年3月31日, 公司发布2019年年报, 报告期内实现营业收入8484.4亿元, 较上年同期上升15.01%; 归属于上市公司股东的净利润为236.78亿元, 较上年同期上升37.68%, 超出市场预期, 扣非后净利润178.93亿元, 同比增长12.80%, 符合预期, 每股收益0.95元, 较上年同期上升0.232/股。此外, 公司拟每10股派发现金红利1.69元(含税)。

## 评论:

### 基建、工程设备均实现较快增长, 营收创历史新高

报告期内, 公司基建业务持续增长, 实现营业收入7315.62亿元, 同比增长17.20%; 占总营收的比重达85.98%; 勘察设计与咨询业务实现营业收入161.72亿元, 同比增长11.60%; 工程设备和零部件制造业务实现营业收入169.74亿元, 同比增长13.16%; 房地产业务实现营业收入430.31亿元, 同比减少0.68%。

报告期公司出售中铁高速51%股权所形成的收益49.55亿元, 导致净利润增长显著快于收入增长。

### 因房地产业务占比下降导致综合毛利率小幅下降,

报告期内, 公司综合毛利率为9.97%, 同比下降0.22个百分点。其中基建毛利率7.43%, 同比上升0.01个百分点; 勘察设计与咨询服务毛利率为27.45%, 同比下降0.59个百分点; 工程设备与零部件制造毛利率23.84%, 同比上升0.02个百分点; 房地产开发毛利率为29.16%, 同比增长4.53个百分点。综合毛利率下降主要因为毛利率较高的房地产业务19年没有增长, 导致在收入中占比下降。

### 期间费用率保持稳定, 管理费用率、财务费用率小幅下降

报告期内, 公司期间费用率为5.77% (-0.04pct), 基本保持稳定, 其中销售费用率0.54%, 上升0.06个百分点; 管理费用率2.60%, 下降0.19个百分点; 财务费用率为0.69%, 下降0.04个百分点。销售费用同比增加, 主要原因一是区域经营、立体经营纵深推进, 继续加大营销投入力度; 二是加大房地产项目和工业产品销售力度。

### 新签合同高速增长奠定后续业绩增长基础

2019年公司新签合同额为21648.7亿元, 同比增长27.9%。其中, 基建业务龙头地位进一步稳固发展, 新签合同额为17946.3亿元, 同比增长25.1%; 勘察设计与咨询服务业务新签合同额为288.1亿元, 同比增长30.3%; 工业设备与零部件制造新签合同额为420.9亿元, 同比增长14.4%; 房地产开发业务新签合同额为696.8亿元, 同比增长31.5%。

### 现金流状况大幅改善

2019年公司的经营活动产生的现金流量净额为221.98亿元, 同比增长85.57%; 投



资活动产生的现金流量净额为-401.81 亿元,同比基本持平;筹资活动产生的现金流量净额为 382.17 亿元,同比增长 36.94%。经营活动现金流大幅提高的原因:一是公司积极加大经营工作力度,预收款项有所增加;二是公司加强了双清工作力度,加强了现金流规划;三是积极开展了一些资产证券化业务,加快了资金回收的进度。

### 周转加快,研发加强,公司治理改善

2019 年,公司应收账款周转天数从 18 年的 54 天进一步下降至 46 天,而 2017 年这一指标为 120 天

2019 年,公司有序推进混合所有制改革和“双百行动”综合改革,内部重组稳步实施,借助资本市场选择与公司主业具有协同效应的公司进行混合所有制改革,着力做大动能链,真正以创造创新引领企业高质量发展。一是公司治理水平逐步提升,及时修订完善《公司章程》,“双向进入、交叉任职”的领导体系持续巩固,建立了“三重一大”决策和运行监管系统;二是持续深入践行“三个转变”,提升科技创新的竞争力。积极做好国家级创新平台建设和战略性科技力量的培育,新成立铁水联运、齿轨交通、水务环保、超高层建筑技术等 5 个专业研发中心,新增国家地方联合工程研究中心 1 个、国家及省部级技术中心 22 个、省部级专业研发中心 8 个,参与了川藏铁路国家技术创新中心建设,企业创新能力不断增强。

### 重申“买入”评级

我们预计公司 2020 年-2022 年,公司营业收入分别为 9701 亿元、10750 亿元、11718 亿元,同比分别增加 14%、10.8%、9%;归母净利润分别为 261.5 亿元、288.5 亿元、318.2 亿元,同比分别增加 10.4%、10.3%、10.3%。预计 2020 年-2022 年 EPS 分别为 1.06 元/股、1.17 元/股和 1.30 元/股,对应的 PE 分别为 5/5/4x。公司是交通基建领域的绝对龙头,无论是资质、渠道、科研还是工程经验,在国内均数一数二;疫情背景下,基建发力稳增长已经是共识,需求端增长确定,而供给端来看,行业向龙头集中的趋势不变,我们认为目前股价存在一定程度低估,按照 2020 年 6-8 倍 PE,合理估值区间为 6.36-8.48 元,重申“买入”评级。

### 风险提示

- 房地产下行的风险;
- 原材料价格大幅上涨的风险;
- 产品价格大幅下跌的风险。


**附录：公司财务预测表（百万元）**

| 资产负债表（百万元）    |         |         |         |         | 利润表（百万元）    |         |         |         |         |
|---------------|---------|---------|---------|---------|-------------|---------|---------|---------|---------|
|               | 2019    | 2020E   | 2021E   | 2022E   |             | 2019    | 2020E   | 2021E   | 2022E   |
| 现金及现金等价物      | 158158  | 175379  | 192809  | 213089  | 营业收入        | 850884  | 970137  | 1075018 | 1171806 |
| 应收款项          | 107004  | 122264  | 135482  | 147680  | 营业成本        | 765576  | 873414  | 968285  | 1055595 |
| 存货净额          | 199739  | 227036  | 251551  | 274107  | 营业税金及附加     | 5375    | 5821    | 6450    | 7031    |
| 其他流动资产        | 216404  | 242534  | 268755  | 292951  | 销售费用        | 4606    | 5239    | 5805    | 6328    |
| 流动资产合计        | 709530  | 795439  | 876822  | 956052  | 管理费用        | 22134   | 44986   | 49706   | 54061   |
| 固定资产          | 65746   | 79183   | 91022   | 101643  | 财务费用        | 5868    | 9362    | 8980    | 8753    |
| 无形资产及其他       | 39894   | 38565   | 37235   | 35905   | 投资收益        | 5709    | 3000    | 3000    | 3000    |
| 投资性房地产        | 180988  | 180988  | 180988  | 180988  | 资产减值及公允价值变动 | 1802    | 776     | 323     | 352     |
| 长期股权投资        | 60027   | 60027   | 60027   | 60027   | 其他收入        | (22956) | 0       | 0       | 0       |
| 资产总计          | 1056186 | 1154202 | 1246094 | 1334616 | 营业利润        | 31882   | 35092   | 39115   | 43390   |
| 短期借款及交易性金融负债  | 106967  | 100000  | 100000  | 100000  | 营业外净收支      | (550)   | (500)   | (500)   | (500)   |
| 应付款项          | 353258  | 406276  | 450144  | 490507  | 利润总额        | 31332   | 34592   | 38615   | 42890   |
| 其他流动负债        | 215810  | 248722  | 275580  | 300296  | 所得税费用       | 5954    | 6573    | 7337    | 8149    |
| 流动负债合计        | 676034  | 754998  | 825725  | 890803  | 少数股东损益      | 1701    | 1871    | 2432    | 2918    |
| 长期借款及应付债券     | 113362  | 113362  | 113362  | 113362  | 归属于母公司净利润   | 23678   | 26149   | 28846   | 31822   |
| 其他长期负债        | 21315   | 21315   | 21315   | 21315   |             |         |         |         |         |
| 长期负债合计        | 134677  | 134677  | 134677  | 134677  | 现金流量表（百万元）  | 2019    | 2020E   | 2021E   | 2022E   |
| 负债合计          | 810711  | 889675  | 960401  | 1025480 | 净利润         | 23678   | 26149   | 28846   | 31822   |
| 少数股东权益        | 24017   | 24765   | 25738   | 26906   | 资产减值准备      | 810     | 387     | 235     | 252     |
| 股东权益          | 221458  | 239762  | 259955  | 282230  | 折旧摊销        | 9993    | 8266    | 9578    | 10808   |
| 负债和股东权益总计     | 1056186 | 1154202 | 1246094 | 1334616 | 公允价值变动损失    | (1802)  | (776)   | (323)   | (352)   |
|               |         |         |         |         | 财务费用        | 5868    | 9362    | 8980    | 8753    |
| 关键财务与估值指标     | 2019    | 2020E   | 2021E   | 2022E   | 营运资本变动      | (28625) | 17645   | 7009    | 6380    |
| 每股收益          | 0.96    | 1.06    | 1.17    | 1.30    | 其它          | (261)   | 362     | 738     | 915     |
| 每股红利          | 0.65    | 0.32    | 0.35    | 0.39    | 经营活动现金流     | 3792    | 52032   | 46084   | 49826   |
| 每股净资产         | 9.01    | 9.76    | 10.58   | 11.49   | 资本开支        | (12348) | (20000) | (20000) | (20000) |
| ROIC          | 12%     | 9%      | 10%     | 11%     | 其它投资现金流     | (2654)  | 0       | 0       | 0       |
| ROE           | 11%     | 11%     | 11%     | 11%     | 投资活动现金流     | (39596) | (20000) | (20000) | (20000) |
| 毛利率           | 10%     | 10%     | 10%     | 10%     | 权益性融资       | 3616    | 0       | 0       | 0       |
| EBIT Margin   | 6%      | 4%      | 4%      | 4%      | 负债净变化       | 19017   | 0       | 0       | 0       |
| EBITDA Margin | 7%      | 5%      | 5%      | 5%      | 支付股利、利息     | (16039) | (7845)  | (8654)  | (9547)  |
| 收入增长          | 15%     | 14%     | 11%     | 9%      | 其它融资现金流     | 49914   | (6967)  | 0       | 0       |
| 净利润增长率        | 38%     | 10%     | 10%     | 10%     | 融资活动现金流     | 59486   | (14811) | (8654)  | (9547)  |
| 资产负债率         | 79%     | 79%     | 79%     | 79%     | 现金净变动       | 23682   | 17221   | 17430   | 20279   |
| 息率            | 12.1%   | 5.9%    | 6.5%    | 7.2%    | 货币资金的期初余额   | 134476  | 158158  | 175379  | 192809  |
| P/E           | 5.6     | 5.1     | 4.6     | 4.2     | 货币资金的期末余额   | 158158  | 175379  | 192809  | 213089  |
| P/B           | 0.6     | 0.6     | 0.5     | 0.5     | 企业自由现金流     | 12106   | 38860   | 32853   | 36709   |
| EV/EBITDA     | 14.9    | 20.9    | 20.1    | 19.4    | 权益自由现金流     | 81037   | 24310   | 25579   | 29619   |

资料来源：公司财务报告、粤开证券研究院



## 分析师简介

刘萍，西安交通大学硕士，2017 年 10 月加入粤开证券研究院，现任建筑建材行业首席分析师。证书编号：S0300517100001。

## 研究院销售团队

|    |     |              |             |                      |
|----|-----|--------------|-------------|----------------------|
| 北京 | 王爽  | 010-66235719 | 18810181193 | wangshuang@y kzq.com |
| 上海 | 徐佳琳 | 021-51782249 | 13795367644 | xujialin@y kzq.com   |

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。  
本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；  
增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；  
持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；  
减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；  
中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；  
减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



## 免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼粤开证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.ykzq.com