

中国中铁 (601390.SH)

不惧疫情营收订单高增，扣非业绩增长 22%表现亮眼

不惧疫情营收快速增长，扣非业绩增长 22%表现亮眼。公司公告 2020 年实现营业总收入 9747 亿元，同比增长 14.56%，归母净利润 252 亿元，同比增长 6.38%；扣非业绩 218 亿元，同比增长 22.03%。归母净利润增速较低而扣非后表现亮眼，主要因 2019 年四季度出售中铁高速形成非经常性损益 49 亿元，造成基数较高。分季度看 Q1-4 单季分别实现营收增速 -2%/29%/30%/3%，分别实现归母净利润增速 -7%/22%/32%/-16%，Q4 业绩下滑主要因大额非经常损益发生在 19 年四季度。分板块看，公司基建/勘察设计/设备制造/房地产开发/其他业务收入分别增长 15%/0%/36%/15%/-2%。基建收入中铁路/公路/市政及其他收入分别变化 -3%/24%/23%。分区域看，公司实现境内/境外营收 9277/471 亿元，同比增长 15%/4%。公司拟 10 股派息 1.8 元，分红率 17.5%，与去年持平，对应股息率约 3.1%。

毛利率提升，费用率下降，经营性现金流较优。2020 年公司毛利率 9.95%，YoY+0.18 个 pct，其中基建/勘察设计/设备制造/房地产开发/其他业务毛利率 YoY+0.89/+4.22/-4.35/-5.96/-3.22 个 pct。基建业务带动整体毛利率上升，主要因高毛利率公路及市政业务占比上升。期间费用率 5.61%，YoY-0.18%，其中销售/管理/研发/财务费用率 YoY-0.03/-0.28/+0.30/-0.17 个 pct，研发费用率增长主要系公司加大研发力度所致，财务费用率降低主要是因投资类项目确认投融资收益导致利息收入增加较多。资产减值损失（含信用减值）同比增长 20 亿元，主要因房地产存货计提减值大幅增加。归母净利率 2.59%，YoY-0.2 个 pct。实现经营性现金流量净额 310 亿元，同比多流入 88 亿元，主要因本期预收款增加，同时加强双清工作，开展了资产证券化业务，加快了资金回收。

2020 年新签订单快速增长，在手订单充裕。公司 2020 年累计新签合同额 2.61 万亿元，同增 20%，继续保持较快增长。分板块来看，基建建设板块新签 2.18 万亿元，同比增长 22%，其中铁路/公路/市政及其他分别同比增长 14%/33%/21%，公路订单增长较快主要因公司加大以投资模式参与的力度；市政及其他增长较快主要因公司房建业务大幅增长 40%；非工程承包板块中勘察设计咨询/工业制造/房地产开发/其他业务分别新签 258/543/686/2740 亿元，分别同比变动 -10%/29%/-2%/19%。分地域看，境内业务新签合同额 2.47 万亿元，同比增长 21%；境外业务新签合同额 1363 亿元，同比增长 7%。截至 2020 年末，未完合同额为 3.73 万亿元，同比增长 11%，约为 2020 年收入的 3.8 倍，充足的在手订单保障未来公司持续稳健增长。

投资建议：我们预计 21-23 年公司归母净利润分别为 285/312/340 亿元，分别增长 13%/10%/9%，EPS 分别为 1.16/1.27/1.38 元，当前股价对应 PE 分别为 5.0/4.6/4.2 倍，PB (Lf) 为 0.70 倍，处于历史低位，维持“买入”评级。

风险提示：政策落地不及预期风险，应收账款风险，订单转化进度低于预期风险等。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	848,440	971,405	1,078,715	1,184,835	1,280,756
增长率 yoy (%)	15.0	14.5	11.0	9.8	8.1
归母净利润 (百万元)	23,678	25,188	28,476	31,211	33,986
增长率 yoy (%)	37.7	6.4	13.1	9.6	8.9
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.96	1.03	1.16	1.27	1.38
净资产收益率 (%)	10.3	8.7	9.0	9.1	9.1
P/E (倍)	6.0	5.7	5.0	4.6	4.2
P/B (倍)	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5

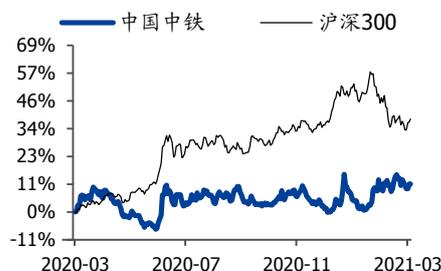
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (维持)

股票信息

行业	基础设施建设
前次评级	买入
最新收盘价	5.82
总市值(百万元)	143,002.81
总股本(百万股)	24,570.93
其中自由流通股(%)	82.88
30 日日均成交量(百万股)	85.77

股价走势



作者

分析师 程龙戈

执业证书编号: S0680518010003

邮箱: chenglongge@gszq.com

分析师 何亚轩

执业证书编号: S0680518030004

邮箱: heyaxuan@gszq.com

分析师 廖文强

执业证书编号: S0680519070003

邮箱: liaowenqiang@gszq.com

分析师 夏天

执业证书编号: S0680518010001

邮箱: xiatian@gszq.com

相关研究

- 1、《中国中铁 (601390.SH): Q3 营收与业绩均加速，龙头经营再超预期》2020-10-31
- 2、《中国中铁 (601390.SH): Q2 营收业绩强劲反弹，龙头逆境更上层楼》2020-08-29
- 3、《中国中铁 (601390.SH): 市政铁路发力，二季度新签订单大幅加速》2020-07-20



图表1: 中国中铁财务数据分析

单位: 百万元	2019年	2020年	2019一季单季	2019二季单季	2019三季单季	2019四季单季	2020一季单季	2020二季单季	2020三季单季	2020四季单季
营业收入	848,440	971,405	159,734	201,087	209,360	278,260	156,348	258,582	271,601	284,874
营业成本	765,576	874,773	144,086	181,201	188,967	251,322	141,929	234,982	247,952	249,909
毛利率	9.77%	9.95%	9.80%	9.89%	9.74%	9.68%	9.22%	9.13%	8.71%	12.27%
销售费用	4,606	5,020	812	1,025	1,074	1,695	825	961	1,311	1,923
管理费用	22,134	22,587	5,154	4,938	5,758	6,283	5,169	4,631	5,660	7,127
研发费用	16,511	21,838	1,432	4,113	4,924	6,041	1,504	4,691	5,820	9,823
财务费用	5,868	5,092	1,548	1,068	1,144	2,110	1,327	680	1,025	2,059
销售费用率	0.54%	0.52%	0.51%	0.51%	0.51%	0.61%	0.53%	0.37%	0.48%	0.68%
管理费用率	2.61%	2.33%	3.23%	2.46%	2.75%	2.26%	3.31%	1.79%	2.08%	2.50%
研发费用率	1.95%	2.25%	0.90%	2.05%	2.35%	2.17%	0.96%	1.81%	2.14%	3.45%
财务费用率	0.69%	0.52%	0.97%	0.53%	0.55%	0.76%	0.85%	0.26%	0.38%	0.72%
期间费用率	5.79%	5.61%	5.60%	5.54%	6.16%	5.80%	5.64%	4.24%	5.09%	7.35%
资产(含信用)减值损失	6,034	8054	582	-647	-292	-4,513	-594	-1,893	-1,293	-4,275
投资收益	5,709	798	46	540	503	4,620	69	-100	476	353
营业外收入	674	799	96	301	157	119	71	339	217	173
营业外支出	1,224	994	56	307	79	781	92	365	145	392
税前利润	31,332	33,383	5,450	8,563	6,936	10,383	4,896	10,330	8,752	9,406
所得税	5,954	6,134	1,262	1,489	1,477	1,726	1,047	1,780	1,749	1,558
所得税率	19.00%	18.37%	23.15%	17.39%	21.30%	16.62%	21.39%	17.23%	19.98%	16.56%
少数股东权益占比	6.70%	7.57%	8.23%	5.72%	9.07%	5.27%	6.84%	5.12%	6.28%	11.73%
归母净利润	23,678	25,188	3,844	6,670	4,964	8,200	3,585	8,112	6,563	6,928
净利率	2.79%	2.59%	2.41%	3.32%	2.37%	2.95%	2.29%	3.14%	2.42%	2.43%
摊薄EPS(元)	0.96	1.03	0.17	0.29	0.20	0.33	0.15	0.33	0.27	0.28
经营性现金流净额	22,198	30,994	-37,474	-12,331	8,889	63,114	-38,847	-11,927	12,964	68,803
收现比	110%	107%	115%	105%	106%	114%	110%	90%	125%	102%
付现比	104%	100%	140%	105%	100%	85%	134%	86%	114%	79%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	709530	741787	778483	811039	835510
现金	158158	174768	130649	101357	71578
应收票据及应收账款	107004	113414	131470	157514	179527
其他应收款	33588	31666	40796	38795	47240
预付账款	27716	30290	34124	36627	39852
存货	199739	192662	242458	277760	298327
其他流动资产	183325	198986	198986	198986	198986
非流动资产	346655	458335	487650	516212	543616
长期投资	60027	78497	98675	119047	139493
固定资产	60559	65458	67663	69188	69142
无形资产	39946	77680	81107	85277	90717
其他非流动资产	186124	236699	240205	242700	244264
资产总计	1056186	1200122	1266134	1327252	1379126
流动负债	676034	705144	753559	794532	824725
短期借款	74254	52702	52702	52702	52702
应付票据及应付账款	353258	384565	434267	469501	490643
其他流动负债	248522	267877	266590	272329	281380
非流动负债	134677	181784	173140	163223	152101
长期借款	113362	161676	153033	143115	131993
其他非流动负债	21315	20108	20108	20108	20108
负债合计	810711	886928	926699	957755	976826
少数股东权益	24017	57849	60037	62513	65166
股本	24571	24571	24571	24571	24571
资本公积	55456	55425	55425	55425	55425
留存收益	107404	126710	152147	180011	210291
归属母公司股东权益	221458	255345	279398	306984	337134
负债和股东权益	1056186	1200122	1266134	1327252	1379126

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	22198	30994	22894	26684	27799
净利润	25378	27249	30663	33687	36639
折旧摊销	9827	9348	10290	11660	13074
财务费用	5868	5092	4884	5192	5139
投资损失	-5709	-798	-1707	-1902	-1976
营运资金变动	-30923	3717	-20634	-21238	-24343
其他经营现金流	17756	-13614	-601	-716	-734
投资活动现金流	-40181	-63143	-37296	-37605	-37767
资本支出	20248	43291	9138	8190	6957
长期投资	-25301	-22675	-20177	-20372	-20446
其他投资现金流	-45234	-42526	-48336	-49787	-51257
筹资活动现金流	38217	40203	-29718	-18371	-19811
短期借款	1599	-21553	0	0	0
长期借款	29336	48314	-8643	-9917	-11122
普通股增加	1727	0	0	0	0
资本公积增加	9085	-31	0	0	0
其他筹资现金流	-3530	13473	-21074	-8454	-8688
现金净增加额	20418	7278	-44119	-29292	-29779

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	848440	971405	1078715	1184835	1280756
营业成本	765576	874773	970316	1066446	1152173
营业税金及附加	5375	5724	7211	7907	8192
营业费用	4606	5020	5266	6005	6579
管理费用	22134	22587	24810	27251	30098
研发费用	16511	21838	26968	29621	32659
财务费用	5868	5092	4884	5192	5139
资产减值损失	-1527	-5758	2157	2370	2562
其他收益	985	1118	0	0	0
公允价值变动收益	275	218	138	160	198
投资净收益	5709	798	1707	1902	1976
资产处置收益	614	589	463	556	536
营业利润	31882	33578	39411	42661	46065
营业外收入	674	799	709	695	719
营业外支出	1224	994	818	904	985
利润总额	31332	33383	39302	42451	45799
所得税	5954	6134	8639	8764	9160
净利润	25378	27249	30663	33687	36639
少数股东损益	1701	2062	2187	2476	2653
归属母公司净利润	23678	25188	28476	31211	33986
EBITDA	48396	51352	53397	58711	64012
EPS (元)	0.96	1.03	1.16	1.27	1.38

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	15.0	14.5	11.0	9.8	8.1
营业利润(%)	40.5	5.3	17.4	8.2	8.0
归属于母公司净利润(%)	37.7	6.4	13.1	9.6	8.9
获利能力					
毛利率(%)	9.8	9.9	10.0	10.0	10.0
净利率(%)	2.8	2.6	2.6	2.6	2.7
ROE(%)	10.3	8.7	9.0	9.1	9.1
ROIC(%)	6.8	6.7	6.5	7.0	7.3
偿债能力					
资产负债率(%)	76.8	73.9	73.2	72.2	70.8
净负债比率(%)	32.9	26.6	31.5	34.3	36.2
流动比率	1.0	1.1	1.0	1.0	1.0
速动比率	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	7.8	8.8	8.8	8.2	7.6
应付账款周转率	2.2	2.4	2.4	2.4	2.4
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.96	1.03	1.16	1.27	1.38
每股经营现金流(最新摊薄)	0.90	1.26	0.93	1.09	1.13
每股净资产(最新摊薄)	7.73	8.49	9.47	10.59	11.82
估值比率					
P/E	6.0	5.7	5.0	4.6	4.2
P/B	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	5.0	5.4	5.7	5.6	5.5

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com