

公司研究

营收及盈利能力持续提升，在手订单充足保障业绩稳定增长

——中国中铁（601390.SH、0390.HK）2021年三季度点评

A股：买入（维持）

当前价：5.25元

H股：买入（维持）

当前价：3.81港元

作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebsec.com

分析师：冯孟乾

执业证书编号：S0930521050001

010-58452063

fengmq@ebsec.com

联系人：高鑫

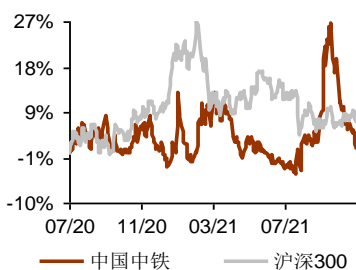
021-52523872

xingao@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	245.71
总市值(亿元)	1289.97
一年最低/最高(元)	4.92/6.82
近3月换手率	35.83%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-6.98	-0.62	-6.22
绝对	-7.41	-1.13	1.25

资料来源：Wind

相关研报

营收及盈利能力边际改善，大额资产减值充分释放经营风险——中国中铁（601390.SH、0390.HK）2020年年报及2021年一季报点评（2021-05-07）

要点

事件：

公司发布了2021年三季度报。2021年前三季度，公司实现营业收入7679.26亿元，同增11.86%；归母净利润206.47亿元，同增13.07%；扣非归母净利润193.29亿元，同增13.31%。

21年Q3，公司实现营业收入2713.20亿元，同增-0.10%；归母净利润75.50亿元，同增15.05%；扣非归母净利润75.25亿元，同增15.28%。

点评：

基建业务营收与盈利能力双提升，主营业务综合毛利率小幅提升：

2021年前三季度，公司基础设施建设、勘察设计与咨询服务、工程设备与零部件制造和房地产开发分别实现营业收入6828.44亿元、118.45亿元、187.97亿元和218.59亿元，分别同增12.83%、-4.68%、7.75%和-7.89%。其中，基础设施业务营收在高基数的同时保持较快增长，主要原因在于国家加大稳投资促转型力度，充分利用地方政府专项债扩大有效投资，维持固定资产投资稳定增长。

2021年前三季度，公司综合毛利率为9.34%，同增0.12pct；基础设施建设、勘察设计与咨询服务、工程设备与零部件制造和房地产开发毛利率分别为7.87%、24.48%、17.02%和23.32%，分别同增0.62pct、-3.06pcts、-1.12pcts和-6.10pcts。公司前三季度综合毛利率小幅提升主要是营收占比高的基础设施建设业务毛利率提升所致。

新签合同额保持稳健增长，在手订单充足支撑未来增长：

2021年前三季度，公司新签合同额达1.47万亿元，同增8.3%，保持稳健增长。分业务看，基建业务新签合同额1.27万亿元，同增11.5%，其中铁路、公路和市政分别为2068.3亿元、1591.3亿元和9028.6亿元，分别同增12.0%、-21.2%和20.1%，市政业务保持较高增速主要原因在于国内城市群和城镇化的推进及公司城建开发力度的增强；勘察、设计、工程设备制造、房地产开发和其他业务新签合同额分别为146.8亿元、429.8亿元、438.9亿元和959.8亿元，分别同增-24.2%、12.7%、-2.0%和-15.4%。

截至2021年Q3，公司未完成合同额为4.28万亿元，较上年末增长14.8%。其中，基础设施建设业务未完成合同额3.95万亿元，较上年末增长13.0%；勘察设计与咨询服务未完成合同额为567.4亿元，较上年末增长1.5%；工程设备与零部件制造业务未完成合同额为997.1亿元，较上年末增长39.7%。

经营性现金净流出增加，期间费用率基本持平，信用减值损失增幅较大：2021年前三季度，公司经营性现金净流出498.21亿元，较上年同期净流出增加120.12亿元，主要是支付给职工以及为职工支付的现金、支付的各项税费增加所致。公司销售、管理、研发和财务费用率，分别为0.50%、2.24%、1.78%和0.41%，同增0.05pct、-0.01pct、0.03pct和-0.03pct，综合期间费用率合计4.93%，同增0.04pct，与上年同期基本持平。

2021年前三季度，公司信用减值损失计提增幅较大，共计提19.39亿元，同增32.94%，净增约4.81亿元，主要系应收账款增加，公司根据谨慎性原则相应增加相关信用减值的计提。

公司 A 股、H 股均维持“买入”评级：

中国中铁基建业务营收与盈利能力双提升，新签合同额保持稳健增长，在手订单充足，保障后续业绩稳定增长。公司信用减值损失计提增幅较大，充分释放经营风险。我们维持公司 2021-2023 年 EPS 为 1.17 元、1.31 元、1.47 元，现价对应公司 A 股、H 股 21 年动态市盈率分别为 4.5x、2.7x，现阶段估值仍处在历史底部区间，维持 A 股、H 股“买入”评级。

风险提示：基建投资不及预期、新签订单增速放缓、订单回款不及预期、地产业务超预期下降。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	850,884	974,749	1,133,523	1,296,927	1,454,279
营业收入增长率	14.92%	14.56%	16.29%	14.42%	12.13%
净利润（百万元）	23,678	25,188	28,667	32,078	36,042
净利润增长率	37.68%	6.38%	13.81%	11.90%	12.36%
EPS（元）	0.96	1.03	1.17	1.31	1.47
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.69%	9.86%	10.25%	10.46%	10.68%
P/E（A 股）	5.5	5.1	4.5	4.0	3.6
P/E（H 股）	3.3	3.0	2.7	2.4	2.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-10-29；汇率：按 1HKD=0.8216CNY 换算

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	850,884	974,749	1,133,523	1,296,927	1,454,279
营业成本	765,576	874,773	1,019,701	1,168,128	1,310,666
折旧和摊销	9,993	9,483	11,667	13,001	14,573
税金及附加	5,375	5,724	6,656	7,616	8,540
销售费用	4,606	5,020	5,838	6,679	7,490
管理费用	22,134	22,587	26,266	30,053	33,699
研发费用	16,511	21,838	25,395	29,056	32,581
财务费用	5,868	5,092	9,629	11,764	12,823
投资收益	5,709	798	800	800	800
营业利润	31,882	33,578	37,846	42,025	46,881
利润总额	31,332	33,383	37,646	41,824	46,681
所得税	5,954	6,134	6,917	7,685	8,577
净利润	25,378	27,249	30,729	34,140	38,104
少数股东损益	1,701	2,062	2,062	2,062	2,062
归属母公司净利润	23,678	25,188	28,667	32,078	36,042
EPS(元)	0.96	1.03	1.17	1.31	1.47

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	22,198	30,994	35,400	53,489	60,493
净利润	23,678	25,188	28,667	32,078	36,042
折旧摊销	9,993	9,483	11,667	13,001	14,573
净营运资金增加	1,449	-28,663	7,687	-3,754	-3,860
其他	-12,921	24,987	-12,622	12,165	13,738
投资活动产生现金流	-40,181	-63,143	-81,475	-40,969	-45,969
净资本支出	-18,261	-41,622	-46,769	-41,769	-46,769
长期投资变化	60,027	78,497	0	0	0
其他资产变化	-81,947	-100,019	-34,706	800	800
融资活动现金流	38,217	40,203	75,342	16,893	13,799
股本变化	1,727	0	0	0	0
债务净变化	38,123	19,728	89,394	33,573	32,085
无息负债变化	52,056	56,489	94,573	97,008	93,241
净现金流	20,418	7,278	29,266	29,413	28,323

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	10.0%	10.3%	10.0%	9.9%	9.9%
EBITDA 率	5.8%	6.3%	5.5%	5.4%	5.3%
EBIT 率	4.6%	5.3%	4.5%	4.4%	4.3%
税前净利润率	3.7%	3.4%	3.3%	3.2%	3.2%
归母净利润率	2.8%	2.6%	2.5%	2.5%	2.5%
ROA	2.4%	2.3%	2.2%	2.2%	2.2%
ROE (摊薄)	10.7%	9.9%	10.3%	10.5%	10.7%
经营性 ROIC	13.6%	14.5%	10.7%	10.8%	10.8%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	77%	74%	76%	77%	77%
流动比率	1.05	1.05	1.00	1.00	1.00
速动比率	0.75	0.78	0.74	0.73	0.73
归母权益/有息债务	1.01	1.06	0.85	0.84	0.85
有形资产/有息债务	4.57	4.63	3.97	4.02	4.06

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	1,056,186	1,200,122	1,410,395	1,570,200	1,728,167
货币资金	158,158	174,768	204,034	233,447	261,770
交易性金融资产	5,441	5,058	5,058	5,275	5,493
应收账款	103,712	107,877	137,780	156,799	174,877
应收票据	3,292	5,538	6,440	7,368	8,262
其他应收款 (合计)	33,588	31,666	36,545	41,525	46,240
存货	199,739	192,662	225,641	259,416	291,850
其他流动资产	39,171	40,114	40,114	40,114	40,114
流动资产合计	709,530	741,787	864,942	979,376	1,089,160
其他权益工具	10,472	9,668	9,668	9,668	9,668
长期股权投资	60,027	78,497	78,497	78,497	78,497
固定资产	60,548	65,440	68,870	74,982	82,583
在建工程	5,169	5,924	21,122	32,521	41,069
无形资产	39,894	77,620	90,918	98,999	111,870
商誉	1,040	1,412	1,412	1,412	1,412
其他非流动资产	96,156	124,150	160,033	160,033	160,033
非流动资产合计	346,655	458,335	545,453	590,824	639,008
总负债	810,711	886,928	1,070,895	1,201,477	1,326,803
短期借款	74,254	52,702	122,095	135,669	147,754
应付账款	287,539	307,212	358,109	410,235	460,293
应付票据	65,718	77,354	90,169	103,294	115,898
预收账款	293	393	456	522	586
其他流动负债	90,382	100,914	108,853	117,023	124,891
流动负债合计	676,034	705,144	869,111	979,693	1,085,019
长期借款	75,048	119,970	139,970	159,970	179,970
应付债券	38,314	41,705	41,705	41,705	41,705
其他非流动负债	19,530	18,654	18,654	18,654	18,654
非流动负债合计	134,677	181,784	201,784	221,784	241,784
股东权益	245,475	313,194	339,500	368,723	401,365
股本	24,571	24,571	24,571	24,571	24,571
公积金	65,194	67,010	67,710	67,710	67,710
未分配利润	97,666	115,125	138,669	165,830	196,410
归属母公司权益	221,458	255,345	279,589	306,751	337,330
少数股东权益	24,017	57,849	59,911	61,973	64,034

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	0.54%	0.52%	0.52%	0.52%	0.52%
管理费用率	2.60%	2.32%	2.32%	2.32%	2.32%
财务费用率	0.69%	0.52%	0.85%	0.91%	0.88%
研发费用率	1.94%	2.24%	2.24%	2.24%	2.24%
所得税率	19%	18%	18%	18%	18%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.17	0.18	0.20	0.22	0.25
每股经营现金流	0.90	1.26	1.44	2.18	2.46
每股净资产	9.01	10.39	11.38	12.48	13.73
每股销售收入	34.63	39.67	46.13	52.78	59.19

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	6	5	5	4	4
PB	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	6.4	6.4	7.7	7.5	7.2
股息率	3.1%	3.3%	3.7%	4.1%	4.6%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE