

中信证券研究部



罗鼎
 首席建筑&水泥分
 析师
 S1010516030001

核心观点

公司 12 月 16 日公告出售，中铁交通持有的广西中铁交通高速公路管理有限公司 51% 股权（对价 66.3 亿元）及 33.15 亿元相关债权，交易总对价 99.45 亿元。对此我们点评如下：**标的资产出让估值合理，通过转让公司将盘活存量资产、提升未来发展动力，引入优秀高速公路投资人亦将提升后续高速公路的运营管理水平。考虑股权处置增厚净利润水平，以及现金回笼减少带息负债规模等因素，我们上调 2019 EPS 预测至 0.90 元（原预测 0.76 元），维持 2020-21 年 EPS 预测 0.86/0.95 元，对应 PE 为 6.5x/6.8x/6.1x，维持“买入”评级。**

■ **标的资产出让估值合理，公司通过转让部分股权盘活存量资产，提升未来发展动力。**由中国中铁下属子公司中铁交通全资控股，2019 年前三季度中铁高速扭亏为盈，2019Q1-Q3 收入/营业利润/净利润为 21.7/1.4/0.4 亿元（2018 全年收入/营业利润/净利润为 27.9/1.2/-0.2 亿元）。截至 2019Q3 净资产为 110.66 亿元，根据股权出让价款测算，中铁高速对应 PB 为 1.17x；而根据 2019Q1 评估的净资产账面值 91.3 亿元测算，增值率为 42.28%。我们认为估值价格合理，公司通过转让股权可盘活存量资产，提升未来发展的动力。

■ **通过股权转让引入优秀高速公路投资人，提升后续高速公路的运营管理水平。**产权交易合同约定投资人招商公路受让 49% 股权，工银投资受让 2% 股权，其中招商公路为国内一流的高速公路运营商（截止 2019H1 运营总里程 8,686 公里）。新的投资人带来一系列管理手段和经验，将有助于公司提升后续高速公路的运营效率、降低经营成本、拓宽利润空间；同时通过与优秀运营商合作将进一步拓展公司在高速公路工程的市场份额。

■ **预计股权转让后将降低负债率 0.82pct 至 76.5%，提升 2019 年净利润约 37 亿元。**受让 51% 股权后，公司不再享有控制权，中铁高速资产负债出表。根据合同约定，公司预计可收回现金 99.45 亿元，扣除税金净回笼资金 95.59 亿元，如全部用于归还借款并考虑中铁高速银行借款出表影响，公司带息债务规模预计将减少 288.6 亿元；公司资产/负债减少约 285/302 亿，静态测算下资产负债率将降 0.82pct 至 76.5%。此外，本次股权处置扣除税费后预计增加本年净利润约 37 亿元，料将显著提升 2019 年的净利润水平。

■ **风险因素：**财政结构性发力不及预期；铁路、城轨投资增速不及预期。

■ **投资建议：**考虑股权处置增厚净利润水平，以及现金回笼减少带息负债规模等因素，我们上调 2019EPS 预测至 0.90 元（原预测 0.76 元），维持 2020-21 年 EPS 预测 0.86/0.95 元，对应 PE 为 6.5x/6.8x/6.1x，维持“买入”评级。

中国中铁	601390
评级	买入（维持）
当前价	5.82 元
总股本	24,571 百万股
流通股本	18,637 百万股
52 周最高/最低价	7.64/5.5 元
近 1 月绝对涨幅	5.82%
近 12 月绝对涨幅	-19.51%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	693,366.51	740,436.29	811,584.87	888,087.74	972,008.11
营业收入增长率	7.77%	6.79%	9.61%	9.43%	9.45%
净利润(百万元)	16,066.83	17,198.14	23,084.17	22,120.70	24,414.13
净利润增长率	28.44%	7.04%	34.22%	-4.17%	10.37%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.67	0.72	0.90	0.86	0.95
毛利率%	9.82%	10.23%	10.12%	10.15%	10.15%
净资产收益率 ROE%	10.34%	8.97%	10.32%	9.15%	9.30%
每股净资产(元)	6.33	7.81	9.11	9.85	10.69
PE	8.70	8.11	6.48	6.77	6.11
PB	0.9	0.7	0.6	0.6	0.5

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 12 月 16 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	693,367	740,436	811,585	888,088	972,008
营业成本	625,258	664,681	729,434	797,920	873,316
毛利率	9.82%	10.23%	10.12%	10.15%	10.15%
营业税金及附加	4,643	5,740	6,291	6,885	7,537
销售费用	2,854	3,537	4,124	4,513	4,940
营业费用率	0.41%	0.48%	0.51%	0.51%	0.51%
管理费用	29,974	20,664	22,641	24,778	27,124
管理费用率	4.32%	2.79%	2.79%	2.79%	2.79%
财务费用	3,538	6,953	5,959	6,122	6,254
财务费用率	0.51%	0.94%	0.73%	0.69%	0.64%
投资收益	1,614	4,734	1,500	1,800	1,890
营业利润	19,248	22,696	30,309	29,040	32,061
营业利润率	2.78%	3.07%	3.73%	3.27%	3.30%
营业外收入	766	597	627	627	627
营业外支出	470	582	531	531	531
利润总额	19,544	22,711	30,405	29,136	32,157
所得税	5,340	5,275	6,993	6,701	7,396
所得税率	27.32%	23.23%	23.00%	23.00%	23.00%
少数股东损益	(1,863)	238	328	314	347
归属于母公司股东的净利润	16,067	17,198	23,084	22,121	24,414
净利率	2.32%	2.32%	2.84%	2.49%	2.51%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	130,392	134,476	137,460	150,440	154,993
存货	242,463	165,241	188,894	206,629	226,154
应收账款	182,600	109,490	154,799	169,417	185,453
其他流动资产	104,629	242,474	289,067	319,708	349,061
流动资产	660,084	651,682	770,221	846,195	915,660
固定资产	52,377	55,874	27,210	34,077	39,649
长期股权投资	21,166	35,433	50,433	57,933	65,808
无形资产	50,766	60,233	68,108	76,377	85,060
其他长期资产	59,691	139,455	154,656	150,828	147,308
非流动资产	184,000	290,994	300,406	319,215	337,825
资产总计	844,084	942,676	1,070,628	1,165,410	1,253,485
短期借款	54,470	72,656	134,627	161,200	180,876
应付账款	336,388	343,801	379,306	414,919	454,124
其他流动负债	190,859	206,004	234,960	265,749	270,526
流动负债	581,716	622,461	748,892	841,868	905,526
长期借款	53,023	56,031	32,531	32,531	32,531
其他长期负债	39,625	42,040	34,918	18,215	21,632
非流动性负债	92,648	98,071	67,449	50,746	54,163
负债合计	674,364	720,532	816,342	892,614	959,689
股本	22,844	22,844	24,541	24,541	24,541
资本公积	44,058	46,371	56,328	56,328	56,328
归属于母公司所有者权益合计	155,381	191,782	223,596	241,793	262,446
少数股东权益	14,339	30,362	30,689	31,004	31,350
股东权益合计	169,720	222,144	254,286	272,796	293,796
负债股东权益总计	844,084	942,676	1,070,628	1,165,410	1,253,485

现金流量表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	19,544	22,711	30,405	29,136	32,157
所得税支出	-5,340	-5,275	-6,993	-6,701	-7,396
折旧和摊销	9,067	10,064	6,731	8,716	10,790
营运资金的变化	-715	-35,478	-55,833	393	-24,334
其他经营现金流	10,619	19,939	8,141	6,207	6,559
经营现金流合计	33,174	11,962	-17,549	37,750	17,776
资本支出	-15,275	-18,981	13,714	-24,224	-25,433
投资收益	1,614	4,734	1,500	1,800	1,890
其他投资现金流	-18,718	-25,086	-28,385	-1,734	-2,300
投资现金流合计	-32,380	-39,333	-13,170	-24,157	-25,842
权益变化	9,685	15,325	11,654	0	0
负债变化	163,460	237,013	30,933	9,433	22,634
股息支出	-2,581	-2,924	-2,924	-3,924	-3,761
其他融资现金流	-169,017	-221,508	-5,959	-6,122	-6,254
融资现金流合计	1,547	27,907	33,703	-613	12,619
现金及现金等价物净增加额	2,342	536	2,984	12,980	4,553

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	7.77%	6.79%	9.61%	9.43%	9.45%
营业利润增长率	17.12%	17.92%	33.54%	-4.19%	10.40%
净利润增长率	28.44%	7.04%	34.22%	-4.17%	10.37%
毛利率	9.82%	10.23%	10.12%	10.15%	10.15%
EBITDA Margin	4.52%	5.03%	5.27%	4.92%	5.03%
净利率	2.32%	2.32%	2.84%	2.49%	2.51%
净资产收益率	10.34%	8.97%	10.32%	9.15%	9.30%
总资产收益率	1.90%	1.82%	2.16%	1.90%	1.95%
资产负债率	79.89%	76.43%	76.25%	76.59%	76.56%
所得税率	27.32%	23.23%	23.00%	23.00%	23.00%
股利支付率	16.07%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC (下称“CLSA Americas”) 除外) 分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (公司注册编号：198703750W) 分发；在欧盟由CLSA (UK) 分发；在印度由CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买(400021) Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc. (菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员) 分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas 除外) 仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6 规则定义且CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问)，仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1) 定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问(修正)规例(2005)》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd. (电话：+65 6416 7888)。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年(金融推介)令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为(前述金融机构之客户)因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。