

# 中国中铁(601390.SH/00390.HK)

## Q2 收入订单提速，毛利率略有下滑

### 核心观点:

#### ● Q2 收入提速，少数股东损益增加致归母净利润增速下滑

公司2019H1实现营业收入3608.2亿元，同比增长14.7%（人民币，若无特别说明，货币单位均为人民币）；归母净利润105.1亿元，同比增长10.1%，低于净利润增速（19.7%），主要原因为少数股东损益增加；扣非净利润99.4亿元，同比增长7.7%。分季度看，Q1/Q2分别实现营业收入1602.6/2016.2亿元，分别同比增长8.0%/20.3%；归母净利润分别为38.4/66.7亿元，同比分别增长20.2%/5.0%；公司Q2收入增速提升而业绩增速有所下滑。公司毛利率/净利率分别为10.05%/2.91%，较18H1分别变动-0.33/-0.12pct，公司毛利率下降主要由于公司毛利率较低的基础设施建设业务比重下降。分业务看，基础设施/勘察设计与咨询/工程设备和零部件制造/房地产开发业务19H1收入同比分别变动+17%/+5%/+10%/13%，毛利率分别较18H1变动-0.15/+0.01/+1.16/+4.13pct。

#### ● 期间费用率下降，负债率有所提升

（1）现金流方面，公司19H1经营性现金流净流出498亿元，较18H1多流出211亿元，收现比/付现比分别为109%/120%，收现比较18H1保持不变，付现比较18H1提升0.04pct。（2）负债率方面，截止19Q2末，公司资产负债率为77.29%，较18年末提升0.86pct。（3）费用率方面，公司19H1期间费用率为5.57%，同比下滑0.18pct，其中，销售/管理/财务费用率分别为0.51%/4.32%/0.72%，同比分别变动+0.03/-0.10/-0.10pct，费用率有所下降。（4）公司19H1计提资产减值损失12.3亿元，同比减少9.6亿元，主要为公司其他应收款坏账损失减少。

#### ● 新签订单稳健增长，铁路/房建发力明显

根据公司中报，公司19H1新签订单7013亿元，同增10.5%，国内/境外订单分别同增10%/20%。分季度看，Q1/Q2订单分别同增0.3%/20.4%，Q2订单增速明显提升。截止19Q2末，公司在手订单为30946亿元，为公司18年收入的4倍，在手订单充足，支撑公司未来收入持续增长。分业务看，基础设施/勘察设计与咨询/工程设备和零部件制造/房地产开发19H1新签订单5979/121/161/245亿元，同比分别变动+14%/-8%/-5%/+2%，基础设施订单中，铁路/公路/房建/轨交19H1新签订单1009/894/1223/1076亿元，同比分别变动+13%/-5%/+51%/-2%。铁路、房建订单高增，其中铁路订单主要受益于上半年铁路投资高增。

#### ● 盈利预测及投资评级

公司为铁路建设龙头，上半年铁路投资高增，预计随着2020年专项债额度提前下达以及专项债作为项目资本金比例提升，公司将持续受益。此外，近期MSCI扩容将公司纳入指数，有助于带来资金增量。公司19年PE约为7.6倍，8家建筑央企19年PE均值为7.7倍，考虑到国常会要求加码专项债及宽信用政策的转向，未来基建链估值或迎修复，给予公司19年9倍PE，预测公司19年EPS为0.83元/股，对应A股合理价值7.47元/股，维持“买入”评级。H股方面，按最新收盘价计算H股折价率0.75，对应H股合理价值6.12港元/股，维持“买入”评级。

● 风险提示：固定资产投资不及预期；基建补短板效果不及预期；资产负债率提升公司去杠杆压力增加；海外经营风险等。

### 盈利预测:

|             | 2017A   | 2018A   | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)   | 693,367 | 740,436 | 804,046 | 855,056 | 907,922 |
| 增长率(%)      | 7.8     | 6.8     | 8.6     | 6.3     | 6.2     |
| EBITDA(百万元) | 39,203  | 42,131  | 47,595  | 48,967  | 53,887  |
| 净利润(百万元)    | 16,067  | 17,198  | 19,685  | 21,667  | 23,616  |
| 增长率(%)      | 28.4    | 7.0     | 14.5    | 10.1    | 9.0     |
| EPS(元/股)    | 0.67    | 0.72    | 0.83    | 0.91    | 1.00    |
| 市盈率(P/E)    | 11.93   | 9.28    | 7.58    | 6.91    | 6.29    |
| 市净率(P/B)    | 1.23    | 0.83    | 0.68    | 0.62    | 0.56    |
| EV/EBITDA   | 5.89    | 4.92    | 4.23    | 5.29    | 4.43    |

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

注释：货币币种为人民币

### 公司评级

买入-A/买入-H

当前价格

6.29 元/5.15 港元

合理价值

7.47 元/6.12 港元

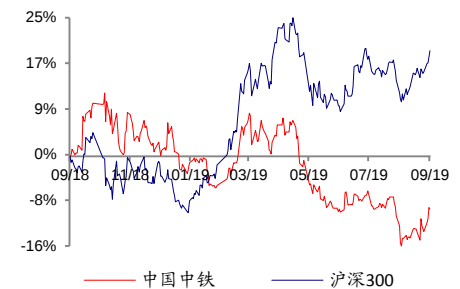
前次评级

买入/买入

报告日期

2019-09-06

### 相对市场表现



### 分析师:

姚遥



SAC 执证号: S0260517070002



SFC CE No. BMS332



021-60750610

gfyayao@gf.com.cn

### 相关研究:

中国中铁

2019-04-01

(601390.SH/00390.HK):Q

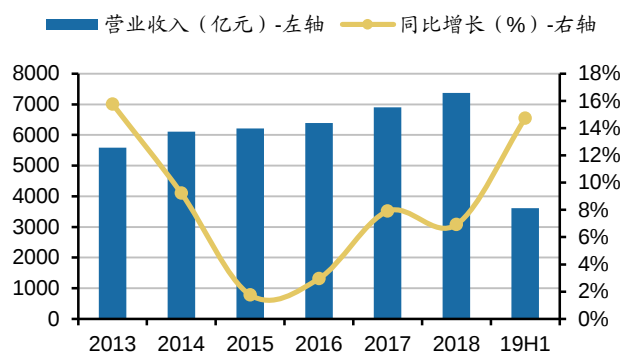
4 收入提速，债转股助负债率降低

联系人:

尉凯旋 021-60750610

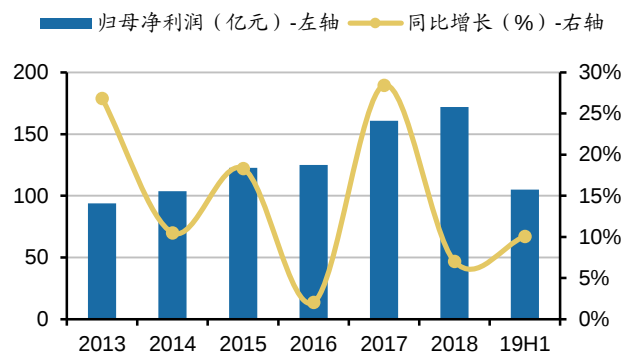
yukaixuan@gf.com.cn

图 1: 公司历年营业收入及同比增速



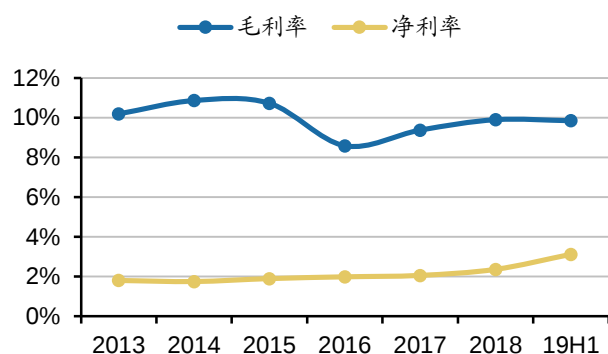
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 2: 公司历年归母净利润及同比增速



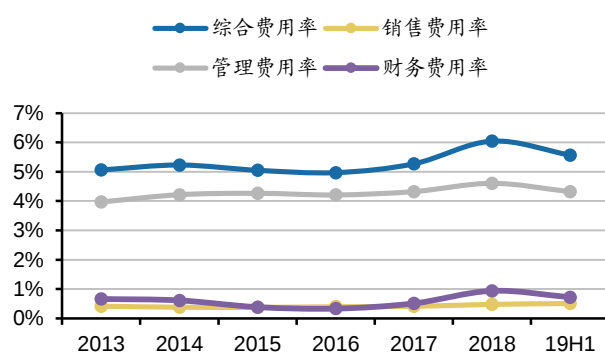
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 3: 公司历年毛利率及净利率



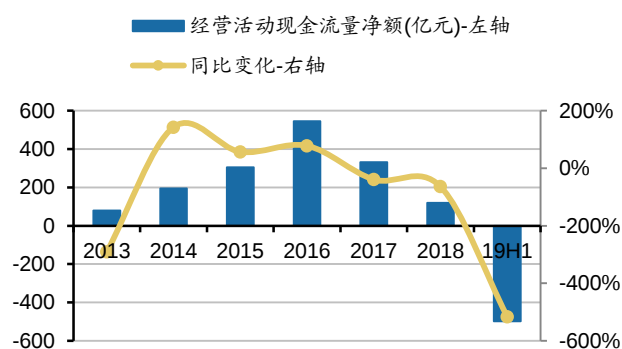
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 4: 公司历年费用率



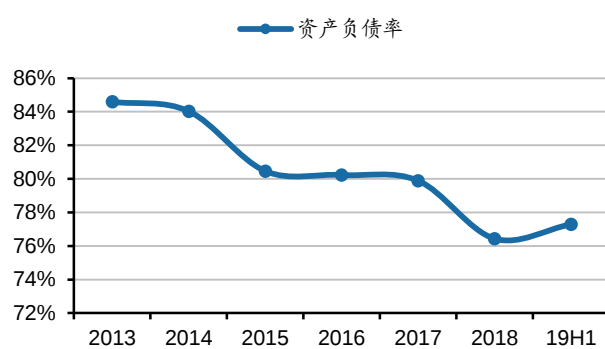
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 5: 公司历年经营性现金流净额



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 6: 公司历年资产负债率



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

表 1: 可比公司估值表 (2019/09/05)

| 证券代码      | 公司名称 | 每股收益 (元/股) |         |         | PE (倍) |        |        | 收盘价(元/股) |
|-----------|------|------------|---------|---------|--------|--------|--------|----------|
|           |      | 2019EPS    | 2020EPS | 2021EPS | 2019PE | 2020PE | 2021PE |          |
| 600068.SH | 葛洲坝  | 1.13       | 1.26    | 1.42    | 5.5    | 4.9    | 4.4    | 6.20     |
| 601668.SH | 中国建筑 | 1.01       | 1.12    | 1.23    | 5.7    | 5.2    | 4.7    | 5.76     |
| 601186.SH | 中国铁建 | 1.51       | 1.69    | 1.86    | 6.6    | 5.9    | 5.4    | 9.97     |
| 601800.SH | 中国交建 | 1.37       | 1.51    | 1.65    | 7.9    | 7.2    | 6.5    | 10.82    |
| 601669.SH | 中国电建 | 0.56       | 0.62    | 0.70    | 8.8    | 8.0    | 7.0    | 4.90     |
| 601618.SH | 中国中冶 | 0.35       | 0.40    | 0.44    | 8.4    | 7.4    | 6.7    | 2.95     |
| 601117.SH | 中国化学 | 0.52       | 0.64    | 0.79    | 10.6   | 8.5    | 6.9    | 5.48     |

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注释: 公司 EPS 均为 Wind 一致预期。

| 资产负债表       |        | 单位：人民币百万元 |         |         |         |  |
|-------------|--------|-----------|---------|---------|---------|--|
| 至 12 月 31 日 | 2017A  | 2018A     | 2019E   | 2020E   | 2021E   |  |
| 流动资产        | 641430 | 651682    | 760907  | 784613  | 854846  |  |
| 货币资金        | 130392 | 134476    | 132239  | 88368   | 127480  |  |
| 应收及预付       | 165104 | 151103    | 162708  | 170655  | 178858  |  |
| 存货          | 242463 | 165241    | 198401  | 242290  | 247485  |  |
| 其他流动资产      | 103471 | 200861    | 267559  | 283300  | 301022  |  |
| 非流动资产       | 202654 | 290994    | 304330  | 307686  | 310011  |  |
| 长期股权投资      | 21166  | 35433     | 40825   | 48455   | 49345   |  |
| 固定资产        | 52377  | 55874     | 52412   | 38191   | 30095   |  |
| 在建工程        | 7003   | 8435      | 8435    | 8435    | 8435    |  |
| 无形资产        | 50766  | 60233     | 60233   | 60233   | 60233   |  |
| 其他长期资产      | 71342  | 131020    | 142425  | 152372  | 161904  |  |
| 资产总计        | 844084 | 942676    | 1065238 | 1092299 | 1164857 |  |
| 流动负债        | 579303 | 622461    | 709229  | 703348  | 742063  |  |
| 短期借款        | 54470  | 72656     | 65900   | 69821   | 80015   |  |
| 应付及预收       | 414610 | 344083    | 421446  | 400551  | 416225  |  |
| 其他流动负债      | 110224 | 205721    | 221883  | 232976  | 245823  |  |
| 非流动负债       | 95061  | 98071     | 112600  | 122492  | 131212  |  |
| 长期借款        | 53023  | 56031     | 70560   | 80452   | 89172   |  |
| 应付债券        | 30533  | 27995     | 27995   | 27995   | 27995   |  |
| 其他非流动负债     | 11505  | 14045     | 14045   | 14045   | 14045   |  |
| 负债合计        | 674364 | 720532    | 821829  | 825840  | 873276  |  |
| 股本          | 22844  | 22844     | 22844   | 22844   | 22844   |  |
| 资本公积        | 44058  | 46371     | 46371   | 46371   | 46371   |  |
| 留存收益        | 74540  | 88440     | 108125  | 129792  | 153408  |  |
| 归属母公司股东权    | 155381 | 191782    | 211790  | 233457  | 257073  |  |
| 少数股东权益      | 14339  | 30362     | 31618   | 33001   | 34509   |  |
| 负债和股东权益     | 844084 | 942676    | 1065238 | 1092299 | 1164857 |  |

| 利润表         | 单位：人民币百万元 |        |        |        |        |
|-------------|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 至 12 月 31 日 | 2017A     | 2018A  | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
| 营业收入        | 693367    | 740436 | 804046 | 855056 | 907922 |
| 营业成本        | 625759    | 664992 | 724164 | 769006 | 821201 |
| 营业税金及附加     | 4643      | 5740   | 6432   | 6840   | 5901   |
| 销售费用        | 2854      | 3537   | 4824   | 5130   | 5448   |
| 管理费用        | 18871     | 20664  | 21709  | 23942  | 21790  |
| 研发费用        | 11103     | 13436  | 12865  | 15391  | 15435  |
| 财务费用        | 3964      | 6953   | 6643   | 7211   | 7888   |
| 资产减值损失      | 9245      | 717    | 4229   | 3150   | 1874   |
| 公允价值变动收益    | 49        | 10     | 1293   | 1406   | 1391   |
| 投资净收益       | 2040      | 4734   | 1205   | 2539   | 988    |
| 营业利润        | 19250     | 22696  | 25857  | 28630  | 31024  |
| 营业外收支       | 294       | 15     | 320    | 182    | 380    |
| 利润总额        | 19544     | 22711  | 26177  | 28812  | 31404  |
| 所得税         | 5340      | 5275   | 5235   | 5762   | 6281   |
| 净利润         | 14204     | 17436  | 20941  | 23050  | 25124  |
| 少数股东损益      | -1863     | 238    | 1256   | 1383   | 1507   |
| 归属母公司净利润    | 16067     | 17198  | 19685  | 21667  | 23616  |
| EBITDA      | 39203     | 42131  | 47595  | 48967  | 53887  |
| EPS（人民币元）   | 0.67      | 0.72   | 0.83   | 0.91   | 1.00   |

| 现金流量表       | 单位：人民币百万元 |        |        |        |        |
|-------------|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 至 12 月 31 日 | 2017A     | 2018A  | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
| 经营活动现金流     | 33220     | 11962  | 20656  | -36151 | 43801  |
| 净利润         | 14204     | 17436  | 20941  | 23050  | 25124  |
| 折旧摊销        | 9067      | 10064  | 13544  | 14221  | 15739  |
| 营运资金变动      | -690      | -17612 | -21884 | -79656 | -4065  |
| 其它          | 10640     | 2073   | 8054   | 6234   | 7003   |
| 投资活动现金流     | -32426    | -39333 | -24347 | -14322 | -15715 |
| 资本支出        | -13852    | -17319 | -9763  | 182    | -7263  |
| 投资变动        | -19979    | -23412 | -17082 | -18449 | -10831 |
| 其他          | 1406      | 1398   | 2498   | 3945   | 2379   |
| 筹资活动现金流     | 1547      | 27907  | 1453   | 6602   | 11026  |
| 银行借款        | -468      | 6097   | 7773   | 13813  | 18914  |
| 股权融资        | 9685      | 15325  | 0      | 0      | 0      |
| 其他          | -7671     | 6484   | -6320  | -7211  | -7888  |
| 现金净增加额      | 2342      | 536    | -2237  | -43871 | 39112  |
| 期初现金余额      | 114830    | 116688 | 134476 | 132239 | 88368  |
| 期末现金余额      | 116688    | 117768 | 132239 | 88368  | 127480 |

### 主要财务比率

| 至 12 月 31 日        | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力(%)</b>     |       |       |       |       |       |
| 营业收入增长             | 7.8   | 6.8   | 8.6   | 6.3   | 6.2   |
| 营业利润增长             | 13.2  | 17.9  | 13.9  | 10.7  | 8.4   |
| 归母净利润增长            | 28.4  | 7.0   | 14.5  | 10.1  | 9.0   |
| <b>获利能力(%)</b>     |       |       |       |       |       |
| 毛利率                | 9.2   | 9.8   | 10.0  | 10.0  | 9.8   |
| 净利率                | 2.5   | 2.7   | 2.8   | 2.9   | 3.0   |
| ROE                | 10.7  | 10.6  | 10.8  | 10.6  | 10.4  |
| ROIC               | 11.9  | 10.6  | 10.2  | 9.5   | 9.9   |
| <b>偿债能力(%)</b>     |       |       |       |       |       |
| 资产负债率              | 78.3  | 77.4  | 78.0  | 76.4  | 75.6  |
| 净负债比率              | 18.8  | 20.6  | 19.9  | 20.6  | 20.9  |
| 流动比率               | 120.1 | 108.9 | 111.1 | 115.6 | 119.4 |
| 速动比率               | 67.6  | 79.0  | 74.4  | 77.8  | 82.6  |
| <b>营运能力</b>        |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率             | 0.86  | 0.84  | 0.80  | 0.79  | 0.80  |
| 应收账款周转率            | 4.68  | 5.56  | 5.70  | 5.79  | 5.89  |
| 存货周转率              | 2.32  | 3.09  | 3.04  | 3.17  | 3.32  |
| <b>每股指标 (人民币元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益               | 0.67  | 0.72  | 0.83  | 0.91  | 1.00  |
| 每股经营现金流            | 1.87  | 0.40  | 0.88  | 0.68  | 3.32  |
| 每股净资产              | 11.00 | 12.51 | 14.06 | 15.72 | 17.54 |
| <b>估值比率</b>        |       |       |       |       |       |
| P/E                | 11.93 | 9.28  | 7.58  | 6.91  | 6.29  |
| P/B                | 1.23  | 0.83  | 0.68  | 0.62  | 0.56  |
| EV/EBITDA          | 5.89  | 4.92  | 4.23  | 5.29  | 4.43  |

## 广发建筑工程行业研究小组

姚 遥：首席分析师，美国普林斯顿大学工学博士，2015 年进入广发证券发展研究中心。

尉 凯 旋：研究助理，复旦大学金融硕士，2018 年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

|      | 广州市                             | 深圳市                               | 北京市                        | 上海市                               | 香港                         |
|------|---------------------------------|-----------------------------------|----------------------------|-----------------------------------|----------------------------|
| 地址   | 广州市天河区马场路<br>26 号广发证券大厦 35<br>楼 | 深圳市福田区益田路<br>6001 号太平金融大厦<br>31 层 | 北京市西城区月坛北街<br>2 号月坛大厦 18 层 | 上海市浦东新区世纪大<br>道 8 号国金中心一期 16<br>楼 | 香港中环干诺道中 111<br>号永安中心 14 楼 |
| 邮政编码 | 510627                          | 518026                            | 100045                     | 200120                            | 1401-1410 室                |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn                  |                                   |                            |                                   |                            |

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1)广发证券在过去12个月内与葛洲坝(600068)公司有投资银行业务关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。