

中国中铁 (601390)

证券研究报告

2020年11月01日

基建回暖推升营收，期间费用率下行带动利润增长

公司近期公布了2020年第三季度报告，前三季度实现营业收入6887.63亿元，同比增长20.44%；归母公司净利润182.6亿元，同比增长17.98%，点评如下：

基建订单增速强劲，铁路订单支撑未来订单增长

公司前三季度新签订单共13542亿元，同增24.28%。其中基建建设业务新依然是推动公司订单快速增长的主要因素。受益于投资项目的拉动，前三季度新签铁路、公路与市政及其他业务订单分别同比增长23.97%、66.01%与17.90%，总体保持强劲的增长态势。公司截至报告期末在手订单3.54万亿元，在手订单收入比为5.14，较为充沛。未来公司铁路订单将受益于川藏铁路项目，预计订单增速将继续保持稳健增长态势。

营收快速增长，毛利率有所下行

Q3单季度实现营收2724.50亿元，同比增长29.75%，带动前三季度实现营业收入6887.63亿元，同比增长20.44%。其中，国家保增长政策下基建施工和设备制造业务的增长尤为亮眼，分别同增21.91%与36.49%。公司毛利率为9.22%，同比减少0.77个百分点，其中设备制造业务的毛利率下滑5.95个百分点，下滑最为严重，我们认为主因市场竞争加剧与新冠疫情冲击带来的成本增加。未来铁路造价调整和市政订单增多有望改善毛利率情况。

期间费用率下降明显，净利润快速增长

公司前三季度期间费用率为4.89%，同比减少0.89个百分点。其中销售费用率为0.45%，同比减少0.06个百分点；管理费用率为2.24%，同比减少0.53个百分点，主因费用支出刚性，规模效应下费用率下降；研发费用率为1.74%，同比减少0.09个百分点；财务费用率为0.44%，同比减少0.22个百分点，主因外部融资成本的下降与公司存款的增加所致。公司计提资产减值与信用减值损失37.79亿元，较去年同期增加22.58亿元主因部分项目计提了存货跌价损失。综合来看，公司Q3单季度实现归母净利润65.63亿元，同增32.21%，带动前三季度归母净利润为182.6亿元，同增17.98%。

投资现金流出明显，资产负债率有所下降

公司收现比为1.0861，同比增加0.25个百分点；付现比为1.0815，同比下降4.61个百分点。报告期内经营性现金流量净额为-378.09亿元，较去年同期少流出31.07亿元；投资性现金流量净额为-417.23亿元，较去年多流出150.04亿元，主因长期股权投资与无形资产模式下的基础设施项目投资增加。资产负债率为76.54%，较年初减少0.22个百分点。

投资建议：前三季度公司业绩稳健增长，在手订单充沛，预计将支撑营收增长。我们维持2020-2022年的EPS为1.02、1.13、1.24元/股，对应PE为5.3、4.8、4.4倍，维持“买入”评级。

风险提示：基建投资增速不及预期、PPP项目投资影响公司现金流、公司项目回款不及预期

| 财务数据和估值 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|
| 营业收入(百万元) | 740,436.29 | 850,884.28 | 978,516.93 | 1,078,440.61 | 1,189,140.39 |
| 增长率(%) | 6.79 | 14.92 | 15.00 | 10.21 | 10.26 |
| EBITDA(百万元) | 59,657.55 | 70,698.71 | 43,650.46 | 47,777.15 | 52,072.30 |
| 净利润(百万元) | 17,198.14 | 23,677.57 | 24,988.34 | 27,758.01 | 30,359.17 |
| 增长率(%) | 7.04 | 37.68 | 5.54 | 11.08 | 9.37 |
| EPS(元/股) | 0.70 | 0.96 | 1.02 | 1.13 | 1.24 |
| 市盈率(P/E) | 7.67 | 5.57 | 5.28 | 4.75 | 4.35 |
| 市净率(P/B) | 0.69 | 0.60 | 0.62 | 0.55 | 0.49 |
| 市销率(P/S) | 0.18 | 0.16 | 0.13 | 0.12 | 0.11 |
| EV/EBITDA | 1.38 | 0.34 | 0.48 | (1.63) | 1.30 |

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

| | |
|-------|-----------|
| 行业 | 建筑装饰/基础建设 |
| 6个月评级 | 买入(维持评级) |
| 当前价格 | 5.37元 |
| 目标价格 | 元 |

基本数据

| | |
|-------------|------------|
| A股总股本(百万股) | 20,363.54 |
| 流通A股股本(百万股) | 20,363.54 |
| A股总市值(百万元) | 109,352.21 |
| 流通A股市值(百万元) | 109,352.21 |
| 每股净资产(元) | 8.23 |
| 资产负债率(%) | 76.54 |
| 一年内最高/最低(元) | 6.15/4.90 |

作者

唐笑 分析师
SAC执业证书编号：S1110517030004
tangx@tfzq.com

岳恒宇 分析师
SAC执业证书编号：S1110517040005
yuehengyu@tfzq.com

贾宏坤 联系人
jiahongkun@tfzq.com

股价走势

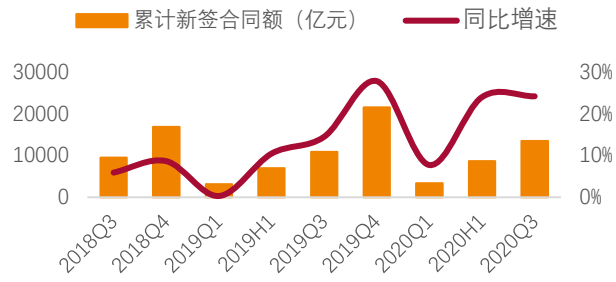


资料来源：贝格数据

相关报告

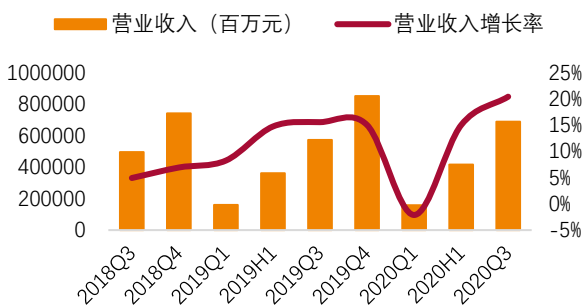
- 《中国中铁-半年报点评:营收延续双位数增长，期间费用率下行带动利润高增》2020-08-30
- 《中国中铁-公司点评:订单延续高速增长，收购恒通科技完善装配式服务能力》2020-07-22
- 《中国中铁-年报点评报告:订单维持高速增长，市政业务带动收入稳步提升》2020-04-01

图 1：年度新签合同总额及同比增速



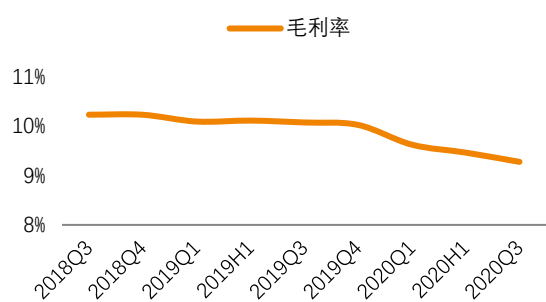
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：营业收入及同比增速



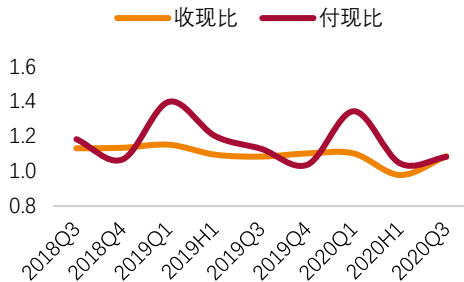
资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：毛利率



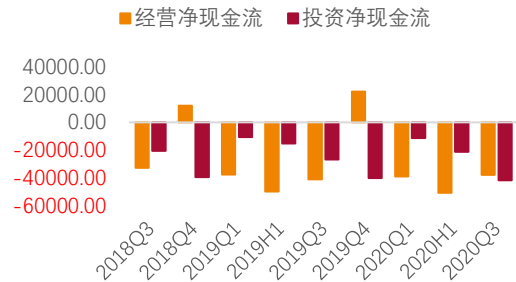
资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：收现比和付现比



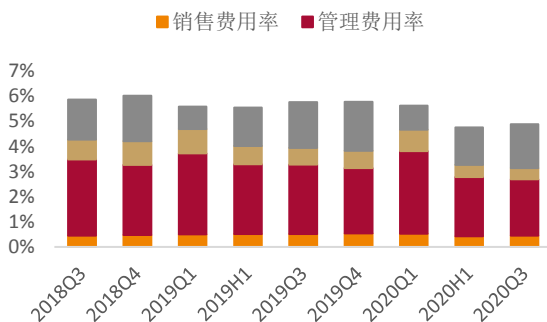
资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：经营净现金流和投资净现金流（百万元）



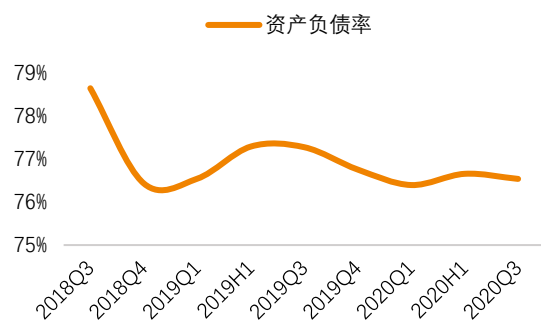
资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：期间费用率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：资产负债率



资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------------|-------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| 货币资金 | 134,476.38 | 158,158.43 | 252,462.02 | 287,837.32 | 177,100.46 |
| 应收票据及应收账款 | 109,490.12 | 107,003.90 | 273,530.46 | 175,819.80 | 319,655.37 |
| 预付账款 | 41,612.96 | 27,716.34 | 60,599.63 | 36,688.02 | 70,540.26 |
| 存货 | 165,241.26 | 199,738.92 | 241,890.01 | 298,596.98 | 267,330.05 |
| 其他 | 179,583.91 | 194,128.29 | 109,370.43 | 111,385.17 | 137,921.87 |
| 流动资产合计 | 630,404.63 | 686,745.88 | 937,852.55 | 910,327.28 | 972,548.00 |
| 长期股权投资 | 35,432.74 | 60,027.05 | 64,027.05 | 69,027.05 | 75,027.05 |
| 固定资产 | 55,873.64 | 60,558.53 | 62,775.96 | 65,955.21 | 68,591.54 |
| 在建工程 | 8,434.70 | 5,187.14 | 3,412.28 | 2,347.37 | 2,008.42 |
| 无形资产 | 60,233.01 | 39,945.64 | 39,568.23 | 39,157.19 | 38,712.51 |
| 其他 | 131,020.38 | 180,937.09 | 71,953.43 | 130,055.29 | 97,205.31 |
| 非流动资产合计 | 290,994.47 | 346,655.45 | 241,736.96 | 306,542.11 | 281,544.82 |
| 资产总计 | 942,676.10 | 1,056,185.93 | 1,197,621.63 | 1,246,022.54 | 1,286,257.94 |
| 短期借款 | 72,655.69 | 74,254.44 | 75,000.00 | 75,500.00 | 76,000.00 |
| 应付票据及应付账款 | 343,800.74 | 353,257.60 | 397,428.16 | 467,351.02 | 485,789.24 |
| 其他 | 206,004.18 | 248,522.15 | 366,344.93 | 310,281.90 | 296,519.27 |
| 流动负债合计 | 622,460.61 | 676,034.19 | 838,773.09 | 853,132.92 | 858,308.51 |
| 长期借款 | 56,031.38 | 75,048.43 | 76,000.00 | 76,500.00 | 77,000.00 |
| 应付债券 | 27,994.94 | 38,313.72 | 30,000.00 | 32,102.89 | 33,472.20 |
| 其他 | 14,045.14 | 21,314.59 | 14,817.26 | 16,725.66 | 17,619.17 |
| 非流动负债合计 | 98,071.46 | 134,676.74 | 120,817.26 | 125,328.55 | 128,091.37 |
| 负债合计 | 720,532.07 | 810,710.93 | 959,590.35 | 978,461.47 | 986,399.88 |
| 少数股东权益 | 30,361.70 | 24,017.16 | 25,612.16 | 27,383.94 | 29,321.76 |
| 股本 | 22,844.30 | 24,570.93 | 24,570.93 | 24,570.93 | 24,570.93 |
| 资本公积 | 46,370.63 | 55,455.95 | 55,455.95 | 55,455.95 | 55,455.95 |
| 留存收益 | 134,810.97 | 162,859.85 | 187,848.19 | 215,606.20 | 245,965.37 |
| 其他 | (12,243.57) | (21,428.89) | (55,455.95) | (55,455.95) | (55,455.95) |
| 股东权益合计 | 222,144.03 | 245,475.00 | 238,031.28 | 267,561.07 | 299,858.06 |
| 负债和股东权益总计 | 942,676.10 | 1,056,185.93 | 1,197,621.63 | 1,246,022.54 | 1,286,257.94 |

| 现金流量表(百万元) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|---------------------|
| 净利润 | 17,436.28 | 25,378.27 | 24,988.34 | 27,758.01 | 30,359.17 |
| 折旧摊销 | 10,064.29 | 10,257.31 | 4,434.83 | 4,796.71 | 5,147.30 |
| 财务费用 | 7,158.97 | 5,614.21 | 6,708.20 | 7,521.00 | 8,542.81 |
| 投资损失 | (4,413.52) | (5,271.56) | (2,500.00) | (2,900.00) | (2,500.00) |
| 营运资金变动 | (148,711.23) | (57,892.32) | 112,128.10 | 20,755.41 | (134,147.98) |
| 其它 | 130,426.92 | 44,111.88 | 928.89 | 1,298.52 | 2,475.36 |
| 经营活动现金流 | 11,961.70 | 22,197.79 | 146,688.36 | 59,229.66 | (90,123.34) |
| 资本支出 | 33,596.72 | 8,608.57 | 14,997.32 | 9,591.60 | 12,106.49 |
| 长期投资 | 14,266.94 | 24,594.31 | 4,000.00 | 5,000.00 | 6,000.00 |
| 其他 | (87,196.75) | (73,383.72) | (19,963.16) | (34,343.03) | (33,692.09) |
| 投资活动现金流 | (39,333.10) | (40,180.84) | (965.84) | (19,751.43) | (15,585.60) |
| 债权融资 | 182,205.65 | 220,328.85 | 209,645.17 | 213,063.24 | 216,578.13 |
| 股权融资 | 16,057.35 | 5,353.29 | (40,225.61) | (7,011.36) | (8,033.16) |
| 其他 | (170,355.76) | (187,465.51) | (220,838.49) | (210,154.82) | (213,572.89) |
| 筹资活动现金流 | 27,907.24 | 38,216.63 | (51,418.93) | (4,102.93) | (5,027.92) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | 535.84 | 20,233.58 | 94,303.59 | 35,375.30 | (110,736.86) |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|---------------------|---------------------|
| 营业收入 | 740,436.29 | 850,884.28 | 978,516.93 | 1,078,440.61 | 1,189,140.39 |
| 营业成本 | 664,681.11 | 765,575.58 | 883,159.72 | 972,876.57 | 1,072,282.79 |
| 营业税金及附加 | 5,739.93 | 5,374.60 | 6,262.51 | 6,902.02 | 7,610.50 |
| 营业费用 | 3,537.26 | 4,605.69 | 4,990.44 | 5,500.05 | 6,064.62 |
| 管理费用 | 20,664.21 | 22,133.83 | 24,952.18 | 27,500.24 | 30,323.08 |
| 研发费用 | 13,436.19 | 16,511.05 | 19,570.34 | 22,108.03 | 24,971.95 |
| 财务费用 | 6,953.24 | 5,868.31 | 6,708.20 | 7,521.00 | 8,542.81 |
| 资产减值损失 | 717.30 | (1,526.90) | 2,200.00 | 3,000.00 | 4,000.00 |
| 公允价值变动收益 | 9.77 | 275.33 | (666.11) | (473.26) | 537.55 |
| 投资净收益 | 4,734.03 | 5,709.25 | 2,500.00 | 2,900.00 | 2,500.00 |
| 其他 | (2,733.01) | (5,524.49) | (3,667.78) | (4,853.47) | (6,075.09) |
| 营业利润 | 22,696.26 | 31,882.05 | 32,507.44 | 35,459.44 | 38,382.19 |
| 营业外收入 | 597.28 | 673.55 | 670.00 | 550.00 | 560.00 |
| 营业外支出 | 582.45 | 1,223.56 | 758.73 | 854.91 | 945.74 |
| 利润总额 | 22,711.09 | 31,332.04 | 32,418.71 | 35,154.52 | 37,996.46 |
| 所得税 | 5,274.81 | 5,953.77 | 5,835.37 | 5,624.72 | 5,699.47 |
| 净利润 | 17,436.28 | 25,378.27 | 26,583.34 | 29,529.80 | 32,296.99 |
| 少数股东损益 | 238.14 | 1,700.70 | 1,595.00 | 1,771.79 | 1,937.82 |
| 归属于母公司净利润 | 17,198.14 | 23,677.57 | 24,988.34 | 27,758.01 | 30,359.17 |
| 每股收益(元) | 0.70 | 0.96 | 1.02 | 1.13 | 1.24 |

| 主要财务比率 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 6.79% | 14.92% | 15.00% | 10.21% | 10.26% |
| 营业利润 | 17.92% | 40.47% | 1.96% | 9.08% | 8.24% |
| 归属于母公司净利润 | 7.04% | 37.68% | 5.54% | 11.08% | 9.37% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 10.23% | 10.03% | 9.75% | 9.79% | 9.83% |
| 净利率 | 2.32% | 2.78% | 2.55% | 2.57% | 2.55% |
| ROE | 8.97% | 10.69% | 11.76% | 11.56% | 11.22% |
| ROIC | 16.13% | 26.78% | 32.31% | 35.58% | 131.62% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 76.43% | 76.76% | 80.12% | 78.53% | 76.69% |
| 净负债率 | 21.49% | 25.33% | -17.99% | -27.95% | 13.17% |
| 流动比率 | 1.05 | 1.05 | 1.14 | 1.10 | 1.17 |
| 速动比率 | 0.78 | 0.75 | 0.85 | 0.75 | 0.86 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 5.07 | 7.86 | 5.14 | 4.80 | 4.80 |
| 存货周转率 | 3.63 | 4.66 | 4.43 | 3.99 | 4.20 |
| 总资产周转率 | 0.83 | 0.85 | 0.87 | 0.88 | 0.94 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.70 | 0.96 | 1.02 | 1.13 | 1.24 |
| 每股经营现金流 | 0.49 | 0.90 | 5.97 | 2.41 | -3.67 |
| 每股净资产 | 7.81 | 9.01 | 8.65 | 9.77 | 11.01 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 7.67 | 5.57 | 5.28 | 4.75 | 4.35 |
| 市净率 | 0.69 | 0.60 | 0.62 | 0.55 | 0.49 |
| EV/EBITDA | 1.38 | 0.34 | 0.48 | -1.63 | 1.30 |
| EV/EBIT | 1.65 | 0.40 | 0.54 | -1.81 | 1.44 |

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 武汉 | 上海 | 深圳 |
|--|--|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com |