

# 公司报告

招商证券(香港)有限公司  
证券研究部

## 中国中铁 (390 HK)

### 隧道掘进技术和管理均展现强大技术能力，管理层展望乐观

■ 公司组织参观广州地铁十一号线及相关地下管廊工程及佛莞城际狮子洋隧道工地和指挥中心，展现了高度自动化水平和强大信息化管理能力

■ 公司维持之前的展望，唯现金流情况由于政府要求清理对民营企业欠款而有一定压力

■ 虽然我们对 2019 年展望乐观，但由于 4 季度基建完成情况仍存较大不确定性，我们维持 6.8 倍目标价市盈率乘数，维持 7.25 港元的目标价，暂维持中性评级

### 施工机械化，管理信息化

由于中国中铁和中铁工业(600528 SH 未评级)在基建及施工设备上的深度合作，使中国中铁可以在施工工法和费用控制上保持领先。在广州十一号线地铁施工现场，公司使用双轮铣构建地面连续墙。双轮铣工法是最新的地面连续墙构建方法，较之前的工法大幅缩短工期并明显降低噪音水平，目前中铁工业已经实现双轮铣的国产化。后续参观了狮子洋隧道工地，由于隧道断面大、地质条件复杂、水压大、最大埋深达 78 米，公司使用了特制的盾构设备。同时公司在建设过程中，对进口盾构刀片(耗材)进行了国产代替，同时进行了技术升级，实现了耐用度的大幅提升。我们也参观了广州地铁和狮子洋隧道的管理中心，公司已实现了数据化管理和监控的实时化。尤其是地铁信息管理平台，其中人员管理、工作分配、原材料管理、工程设备管理等均已实现数据化，并可以在多种终端调取数据，实现现代化高效管理。

### 公司管理层展望中性偏乐观

新订单方面，公司认为宏观政策在 2018 年下半年开始转变，但政策的传导到落地有 3-6 个月的滞后期。铁路推进速度明显加快，预计未来的重点工程是川藏铁路，前期勘探工作原本由中铁二院在做，现在分出来一部分工作量给中铁一院，预计是要加快进度。铁路的主要增量还是来自地方政府对城际铁路的热情，预计未来浙江、江苏、珠三角、山东、四川与陕西可能是铁路增量的主要区域。但同时公司也认为政策以补短板为主，并不会搞大水漫灌式的刺激。现金流方面，公司之前预测经营性现金流和净利润相当，但由于政府要求清理对民营企业欠款，现对完成现金流目标持保留态度。公司自由资金的回报率(计入建安盈利后)目标仍维持在 12% 以上。

### 我们对 4 季度基建情况持保留态度，暂维持中性评级

我们维持公司 6.8 倍目标价乘数(剔除“一带一路”期间极值的历史平均值)，维持公司 7.25 港元的目标价。我们看好公司在 2019 年的表现，但我们仍认为 4 季度的推进速度可能不达预期，且 4 季度的现金流情况仍存较大不确定性，我们暂维持公司中性评级。

### 盈利预测及估值

人民币百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业额	632,856	688,773	718,370	744,410	767,785
同比增长 (%)	5.5%	8.8%	4.3%	3.6%	3.1%
净利润	11,808	16,067	19,600	21,585	22,988
同比增长 (%)	1.1%	36.1%	22.0%	10.1%	6.5%
每股盈利 (元)	0.52	0.67	0.85	0.94	1.01
每股股息 (元)	0.09	0.09	0.11	0.13	0.14
市盈率 (x)	13.18	10.11	8.00	7.21	6.77
市净率 (x)	1.04	0.92	0.89	0.80	0.73
ROE (%)	8.5%	8.4%	11.2%	11.1%	10.8%

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测, 基于 2018 年 11 月 15 日收盘价

焦一丁 赵安博  
+86 755 8290 8475 +86 755 8285 2939  
jiaoyd@cmschina.com.cn zhaobab@cmschina.com.cn

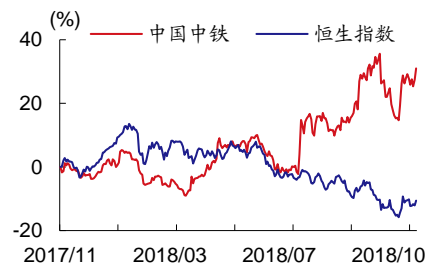
### 最新变动

n.a.

## 中性

前次评级	中性
股价	HK\$7.69
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	HK\$7.25 (-5.6%)
前次目标价:	HK\$7.25

### 股价表现



资料来源: 贝格数据

%	1m	6m	12m
390 HK	3.4	24.4	32.8
恒生指数	2.6	(16.2)	(9.5)

### 行业: 建筑业

恒生指数	26103
国企指数	10555

### 重要数据

52周股价区间(港元)	5.25-8.01
港股市值(百万港元)	32355
日均成交量(百万股)	21.05
每股净资产(港元)	7.18

### 主要股东

中国铁路工程总公司	65.79%
Blackrock, Inc.	8.96%
Deutsche Bank Aktiengesellschaft	8.64%
全国社保基金理事会	7.91%
总股数(百万股)	4207
自由流通量	100%

### 相关报告

1. 中国中铁 (390 HK) - 业绩符合预期，但现金流问题仍值得关注，2018/10/31
2. 中国中铁 (390 HK) - 基本面有所好转，但现金流和天花板掣肘仍存在，2018/5/15
3. 2018 年展望-基建和设备行业 - 城市群建设领方向，PPP 进入调整区，轨交是亮点，2018/1/8

重点图表

图1: 双轮铣作业



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图2: 轨道交通管理平台



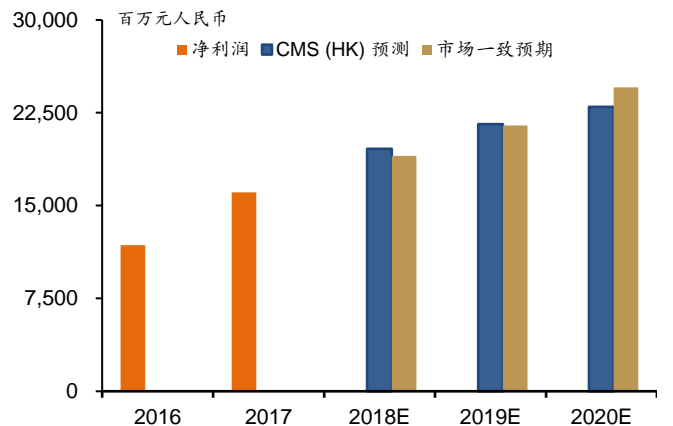
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图3: 狮子洋隧道电子监控



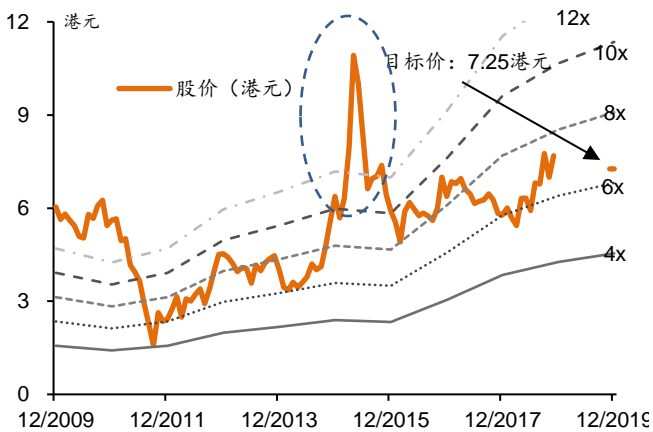
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图4: 公司净利润及比较



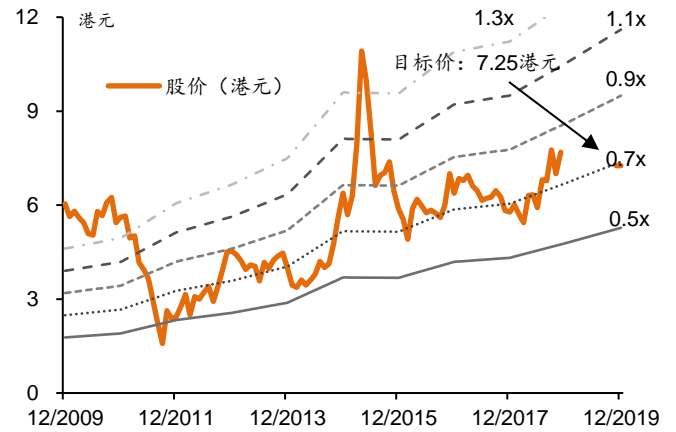
资料来源: 公司资料, 彭博, 招商证券(香港)预测

图5: 公司前瞻市盈率



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图6: 公司前瞻市净率



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图 7: 同业比较

公司	彭博代码	货币	招商证券评级	股价	招商证券目标价	市值 (百万美元)	EV/EBITDA (x)		市净率 (x)		市盈率 (x)		PEG (x)		ROE (%)		CAGR2018e-20e		
							2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	EPS	EBITDA	
<b>大型基建</b>																			
中国交建	1800 HK	HKD	买入	7.8	10.3	25,403	11.5	9.6	0.5	0.5	5.6	4.9	0.4	0.3	9.7%	10.2%	15.9%	20.3%	
中国中铁	390 HK	HKD	中性	7.7	7.3	23,980	6.9	6.4	0.9	0.8	8.0	7.2	0.9	0.8	11.2%	11.1%	8.7%	6.9%	
中国铁建	1186 HK	HKD	中性	10.9	12.6	21,253	6.2	5.4	0.7	0.6	6.3	5.4	0.6	0.5	11.6%	12.0%	11.2%	11.8%	
中国能建	3996 HK	HKD	中性	0.8	1.8	3,183	4.6	4.2	0.4	0.4	3.8	3.4	0.3	0.3	11.7%	12.3%	11.3%	9.8%	
行业平均						18,455	7.3	6.4	0.6	0.6	5.9	5.2	0.5	0.5	11.1%	11.4%	11.8%	12.2%	
<b>中型基建</b>																			
中建国际	3311 HK	HKD	买入	6.1	11.4	3,921	5.6	4.7	0.7	0.6	5.2	4.4	0.3	0.2	13.7%	14.6%	18.2%	16.8%	
中机工程	1829 HK	HKD	中性	3.9	4.3	2,055	-2.6	-1.9	0.8	0.7	5.6	4.4	0.3	0.2	13.8%	15.7%	18.4%	22.5%	
行业平均						2,988	1.5	1.4	0.7	0.7	5.4	4.4	0.3	0.2	13.8%	15.1%	18.3%	19.7%	
<b>铁路设备</b>																			
中国通号	3969 HK	HKD	买入	5.5	6.7	6,119	7.2	6.1	1.5	1.4	11.6	9.9	0.7	0.6	13.7%	14.5%	16.8%	16.0%	
城建设计	1599 HK	HKD	买入	2.5	4.7	422	3.4	2.8	0.7	0.6	4.8	3.9	0.2	0.2	13.1%	14.0%	20.5%	18.8%	
中国中车	1766 HK	HKD	中性	7.3	6.8	34,331	9.5	8.4	1.2	1.1	15.4	12.8	1.2	1.0	7.9%	8.8%	12.6%	8.9%	
时代电气	3898 HK	HKD	中性	44.2	40.5	6,636	11.0	10.7	2.3	2.0	16.1	15.6	2.3	2.2	14.1%	13.0%	7.1%	6.6%	
铁建装备	1786 HK	HKD	中性	1.7	2.0	320	0.9	0.8	0.4	0.4	9.2	7.5	0.7	0.5	4.3%	5.1%	13.6%	11.3%	
行业平均						9,566	6.4	5.8	1.2	1.1	11.4	10.0	1.0	0.9	10.6%	11.1%	14.1%	12.3%	
<b>工程机械</b>																			
中联重科	1157 HK	HKD	买入	2.9	5.3	3,946	14.5	13.0	0.5	0.5	11.7	9.2	0.5	0.4	4.4%	5.4%	23.7%	10.4%	
中国龙工	3339 HK	HKD	中性	2.2	3.9	1,192	3.9	3.6	0.9	0.8	5.8	5.2	0.6	0.6	15.5%	15.3%	9.1%	5.6%	
行业平均						2,569	9.2	8.3	0.7	0.6	8.7	7.2	0.6	0.5	10.0%	10.4%	16.4%	8.0%	
<b>矿山及港口设备</b>																			
三一国际	631 HK	HKD	买入	2.3	4.7	901	5.5	4.0	0.9	0.8	9.3	6.4	0.3	0.2	9.6%	12.4%	30.8%	25.3%	
<b>钢铁</b>																			
鞍钢股份	347 HK	HKD	买入	6.7	11.1	6,176	4.0	3.7	0.8	0.7	5.4	4.8	0.7	0.6	14.0%	14.2%	8.0%	5.2%	
马鞍山钢铁	323 HK	HKD	买入	4.2	6.3	4,477	3.2	3.1	1.0	0.8	3.8	3.8	2.1	2.1	25.4%	21.8%	1.8%	4.2%	
行业平均						5,327	3.6	3.4	0.9	0.8	4.6	4.3	1.4	1.3	19.7%	18.0%	4.9%	4.7%	
<b>水泥</b>																			
海螺水泥	914 HK	HKD	买入	43.0	53.0	26,810	4.0	3.9	1.8	1.6	7.6	7.3	2.4	2.4	25.0%	22.7%	3.1%	2.6%	

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港) 预测, 基于2018年11月15日收盘价

财务预测表

资产负债表

人民币百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>非流动资产</b>	159,198	183,600	192,836	208,608	219,526
物业、厂房及设备	54,778	59,769	64,170	68,968	74,198
租赁预付款项	11,986	11,952	11,952	11,952	11,952
无形资产	36,821	35,995	34,190	33,369	32,567
联营企业的权益	11,482	21,002	26,402	37,235	42,873
贸易及其他应收款项	5,209	15,755	16,432	17,028	17,562
其他非流动资产	36,910	38,080	38,643	39,009	39,327
<b>流动资产</b>	595,147	660,322	674,498	696,710	722,623
持有出售的物业	23,315	22,806	22,806	22,806	22,806
存货	28,737	30,946	30,946	32,045	33,244
贸易及其他应收款项	234,229	264,402	275,764	285,760	294,733
应收客户合同工程款项	111,791	114,459	118,580	122,848	126,534
其他流动资产	81,035	109,749	111,068	112,228	113,270
现金及现金等价物	114,830	116,688	115,335	121,022	132,037
<b>资产总额</b>	754,345	843,922	867,334	905,318	942,149
<b>非流动负债</b>	98,746	92,648	102,840	102,977	102,803
借款	92,308	85,451	95,619	95,736	95,544
退休及其他补充福利责任	3,453	3,161	3,161	3,161	3,161
其他非流动负债	2,985	4,036	4,059	4,080	4,099
<b>流动负债</b>	506,603	581,716	589,652	608,699	625,777
贸易及其他应付款项	407,418	471,896	492,174	510,015	526,029
应付客户合同工程款项	12,952	14,964	15,503	16,061	16,543
借款	80,017	88,483	75,589	76,225	76,796
其他流动负债	6,216	6,373	6,386	6,399	6,410
<b>负债</b>	605,349	674,364	692,491	711,676	728,581
权益	148,996	169,558	174,843	193,642	213,568
股本及储备	128,131	143,179	160,369	179,014	198,764
本公司拥有人应占权益	128,131	12,038	160,369	179,014	198,764
非控制性权益	8,827	155,217	14,474	14,628	14,804
<b>权益及负债总额</b>	754,345	843,922	867,334	905,318	942,149

现金流量表

人民币百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动</b>	54,495	33,178	30,138	29,899	30,829
年内利润	12,703	14,204	19,600	21,585	22,988
所得税	6,069	6,624	9,364	10,313	10,983
折旧及摊销	8,761	9,057	5,192	5,491	5,817
其他调整	5,513	10,466	455	234	-167
营运资金的变动:	136,148	70,510	65,167	62,386	63,851
<b>投资活动</b>	-17,478	-32,377	-12,047	-17,616	-12,858
购买物业、厂房及设备	-9,675	-13,100	-8,731	-9,447	-10,227
其他贷款及应收款项净增加	-415	-6,726	-1,472	-1,472	-1,472
已收利息	1,498	312	2,243	2,340	2,485
其他投资活动	-6,892	-12,893	-4,088	-9,037	-3,644
<b>融资活动</b>	-15,770	1,541	-19,444	-6,596	-6,957
借款净增加	-3,151	2,796	-12,069	1,361	1,222
偿还融资租赁项下责任	-1,346	-150	15	15	13
已付股息	-1,965	-2,010	-2,410	-2,940	-3,238
其他投资活动	-8,673	1,614	-4,979	-5,032	-4,954
<b>现金及现金等价物的增加净额</b>	21,247	2,342	-1,353	5,687	11,015
<b>年末现金及现金等价物</b>	114,830	116,688	115,335	121,022	132,037

利润表

人民币百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>收入</b>	632,856	688,773	718,370	744,410	767,785
销售成本	-583,067	-626,044	-653,476	-675,033	-694,943
<b>毛利</b>	49,789	62,729	64,894	69,377	72,843
其他收入	1,855	2,819	2,981	2,937	2,800
其他开支	-10,417	-11,103	-12,169	-13,167	-13,957
其他收益及亏损	630	-9,480	0	0	0
销售及营销开支	-2,560	-2,852	-3,138	-3,011	-3,106
行政开支	-17,680	-20,119	-22,872	-23,701	-24,445
利息收入	2,197	2,075	2,243	2,340	2,485
利息开支	-5,774	-4,773	-4,614	-4,630	-4,526
应占合营企业的利润	118	224	240	256	274
应占联营企业的利润(亏损)	614	1,308	1,400	1,498	1,602
除税前利润	18,772	20,828	28,964	31,898	33,970
所得税开支	-6,069	-6,624	-9,364	-10,313	-10,983
<b>年内利润</b>	12,703	14,204	19,600	21,585	22,988
<b>本公司拥有人</b>	11,808	16,067	19,600	21,585	22,988
永续票据持有人	701	0	0	0	0
<b>每股(基本)盈利</b>	0.52	0.67	0.85	0.94	1.01

主要财务比率

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>年成长率</b>					
营业收入	5.5%	8.8%	4.3%	3.6%	3.1%
营业利润	2.3%	26.0%	3.5%	6.9%	5.0%
净利润	1.1%	36.1%	22.0%	10.1%	6.5%
<b>获利能力</b>					
毛利率	7.9%	9.1%	9.0%	9.3%	9.5%
净利率	1.9%	2.3%	2.7%	2.9%	3.0%
ROE	8.5%	8.4%	11.2%	11.1%	10.8%
ROA	1.6%	1.9%	2.3%	2.4%	2.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	22.8%	20.6%	18.7%	18.0%	17.5%
净负债比率	7.6%	6.8%	5.4%	4.7%	3.4%
流动比率	1.17	1.14	1.14	1.14	1.15
速动比率	1.12	1.08	1.09	1.09	1.10
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.84	0.82	0.83	0.82	0.81
存货周转率	22.02	22.26	23.21	23.23	23.10
应收账款周转率	1.80	1.75	1.75	1.75	1.75
应付账款及票据周转率	1.51	1.41	1.42	1.42	1.42
<b>每股资料(元)</b>					
每股收益	0.52	0.67	0.85	0.94	1.01
每股经营现金	2.39	1.45	1.32	1.31	1.35
每股净资产	6.52	7.42	7.65	8.48	9.35
每股股利	0.09	0.09	0.11	0.13	0.14
<b>估值比率</b>					
P/E	13.18	10.11	8.00	7.21	6.77
P/B	1.04	0.92	0.89	0.80	0.73

资料来源: 公司报表, 招商证券(香港)预测

## 投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来12个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来12个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来12个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来12个月上升10%以上
中性	预期股价在未来12个月上升或下跌10%或以内
卖出	预期股价在未来12个月下跌10%以上

### 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所评论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关。

### 监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页<http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html>或<http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

### 免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券(香港)并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外,招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

### 香港

招商证券(香港)有限公司  
 香港中环交易广场一期48楼  
 电话: +852 3189 6888  
 传真: +852 3101 0828