

2014年03月31日

李晓璐

C0049@capital.com.tw

目标价(元)

A股: 3元人民币

H股: 4港币

中国中铁(601390.SH/0390.HK)

Buy 买入

2013年纯利同比增长28%，在手订单是2013年营收的3倍

结论与建议：

公司基本资讯

产业别	建筑装饰		
A股价(2014/03/30)	2.47		
上证综指(2014/03/30)	2041.71		
股价12个月高/低	3.01/2.32		
总发行股数(百万)	21299.90		
A股数(百万)	17092.51		
A市值(亿元)	526.11		
主要股东	中国铁路工程总公司 (56.10%)		
每股净值(元)	4.07		
股价/账面净值	0.61		
股价涨跌(%)	一个月	三个月	一年
	3.8	-7.8	-13.9.

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2013/10/31	2.87	买入

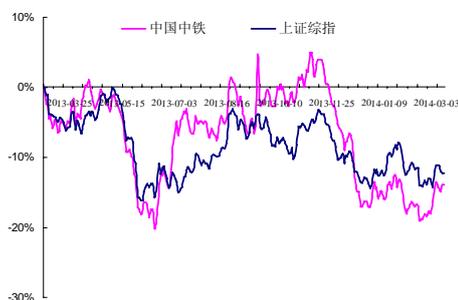
产品组合

铁路	35.00%
市政	31.90%
公路	12.91%
其他	11.20%
房地产开发	4.88%
勘察设计与咨询服务	1.53%
工程设备和零部件制造	2.03%

机构投资者占流通A股比例

基金	2.2%
一般法人	71.9%

股价相对大盘走势



2013年公司净利润同比增长27%，全年毛利率10.46%，期间费用率下降，符合预期。根据规划，2014年全国铁路投资额将同比下滑5%，这将影响公司的营收和新签订单，但是另一方面，公司在手订单充足，并且我们预计公司毛利率将稳定，期间费用率将继续下降，因此2014年业绩仍将增长。A股股价对应2014年和2015年动态P/E为5.17倍和4.77倍，H股股价对应动态P/E为6倍和5.6倍。估值偏低，均维持买入评级。

- 2013年公司实现营业收入5,604.4亿元，同比增长15.8%；实现利润总额为135.11亿元，同比增长27.6%；实现归属于母公司所有者的净利润为93.74亿元，同比增长27.6%；对应每股收益0.44元。符合预期。拟每10股派送现金红利人民币0.66元（含税）。

- 从4Q看，营收同比增长7.28%，净利润同比增长1.16%，显著低于前三季的增速。主要原因一是受铁路投资周期变动影响，2012年前三季业绩基期低，2012年4Q业绩回暖明显造成基期垫高。

- 4Q单季期间费用率下降0.74个百分点至5.32%。我们认为主要原因是为了响应中央反腐倡廉及限制三公消费的口号，公司的各项预算和费用相应缩减。

- 全年毛利率10.46%，同比微降0.34个百分点，主要是由于多项目处在开发初期，导致主营业务基建板块毛利率与上年同期相比下降0.3个百分点。

- 2013年，公司新签合同额为9,296.5亿元，同比增长27.2%，较前三季有所加速。

- 截至2013年12月31日，公司在手合同额为17,152.5亿元，同比增长31.8%，约是2013年营收的3倍，在手订单充裕。

- 一方面，2014年中央安排铁路固定资产投资6300亿元，同比下降约5%。我们认为铁路投资增速放缓可能影响公司2014年营收增长和新签订单额。

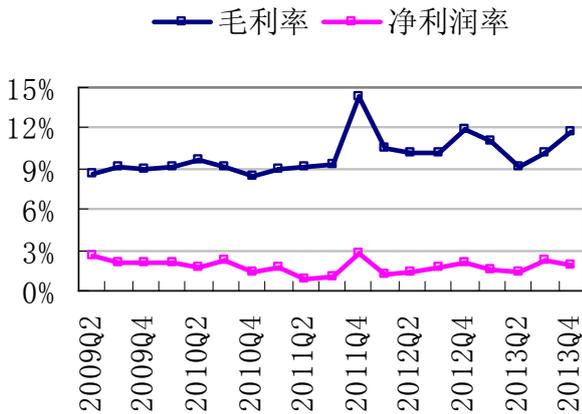
- 另一方面，公司作为铁路基建龙头企业，整体毛利率水平能保持稳定。综合考虑2013年期间费用率同比下降0.65个百分点至5.06%的数据，我们认为随着改革力度的进一步深入，2014年公司期间费用率仍有进一步下降的空间，有利于业绩的增长。

- 预计2014年和2015年公司分别实现净利润101.78亿元（YoY+8.57%，EPS 0.478元）和110.3亿元（YoY+8.37%，EPS 0.518元）。

..... 接续下页

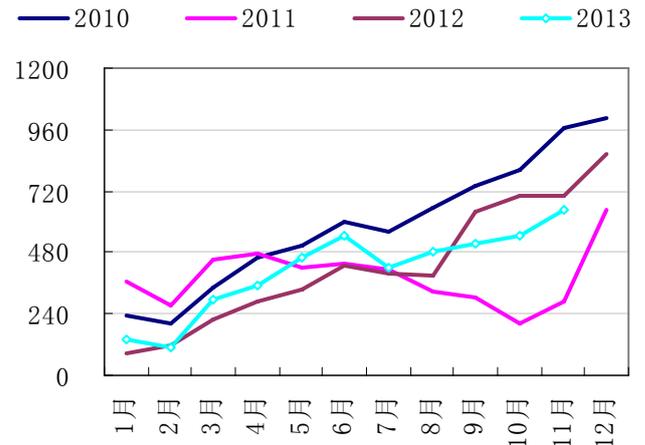
年度截止 12 月 31 日		2010	2011	2012	2013	2014F	2015F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	7488	6690	7355	9375	10178	11030
同比增减	%	8.91%	-10.66%	9.94%	27.46%	8.57%	8.37%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.352	0.314	0.345	0.440	0.478	0.518
同比增减	%	8.91%	-10.66%	9.84%	27.57%	8.57%	8.37%
A 股市盈率(P/E)	X	7.03	7.86	7.16	5.61	5.17	4.77
股利 (DPS)	RMB 元	0.055	0.048	0.052	0.066	0.072	0.078
股息率 (Yield)	%	2.23%	1.94%	2.11%	2.67%	2.90%	3.14%

图 1：毛利率和净利润率走势图



资料来源：公司公告，群益证券整理

图 2：铁路基建投资分月金额 单位：亿元



资料来源：中国铁路总公司，群益证券整理

预期报酬(Expected Return; ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER ≥ 30%)；买入 Buy (30% > ER ≥ 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER ≤ -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER ≤ -30%)

附一：合并损益表

百万元	2010	2011	2012	2013	2014F	2015F
营业收入	473663	460720	483992	560444	538607	547400
经营成本	431175	412039	431754	501843	480704	487593
营业税金及附加	14815	14948	8	18290	17397	17681
销售费用	1443	1813	2031	2327	2181	2217
管理费用	15025	19126	20920	22248	20736	21075
财务费用	1275	3037	4611	3710	3232	3284
资产减值损失	662	683	589	688	600	600
投资收益	928	80	1024	1082	-10	-10
营业利润	10131	9024	9745	12361	13747	14940
营业外收入	633	787	1083	1380	700	700
营业外支出	249	211	238	229	200	200
利润总额	10515	9600	10591	13511	14247	15440
所得税	2213	2361	2557	3435	3533	3829
少数股东损益	813	550	679	701	536	581
归属于母公司所有者的净利润	7488	6690	7355	9375	10178	11030

附二：合并资产负债表

百万元	2010	2011	2012	2013	2014F	2015F
货币资金	57218	63583	72491	81424	84680	88914
应收账款	82353	97820	102200	124836	131706	140925
存货	118969	151699	198028	225573	230085	234686
流动资产合计	298550	359902	434664	502889	506002	510058
长期股权投资	8146	7021	7857	9136	9318	9505
固定资产	31017	32359	34723	36889	37627	38379
在建工程	3085	4907	6588	7195	7554	7932
非流动资产合计	35539	45518	45277	44277	127818	130374
资产总计	391770	468732	550728	628201	633820	640432
流动负债合计	264975	305571	366120	420243	424445	428690
非流动负债合计	52500	81811	96045	111158	113381	115648
负债合计	317475	387382	462165	531401	537826	544338
少数股东权益	7140	9330	10199	10167	10268	10371
股东权益合计	74289	81350	88563	96800	95994	96094
负债及股东权益合计	391764	468732	550728	628201	633820	640432

附三：合并现金流量表

百万元	2010	2011	2012	2013	2014F	2015F
经营活动产生的现金流量净额	962	-13480	-4186	7997	-4441	-4574
投资活动产生的现金流量净额	-16357	-11712	-11976	-12163	-12285	-12408
筹资活动产生的现金流量净额	20876	30598	23672	12164	11677	11210
现金及现金等价物净增加额	5429	5327	7509	7895	-5048	-5772

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @持意见或立场，或买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。