

中国铁建 (601186. SH)

订单高涨驰骋一带一路，估值洼地有望逐步修复

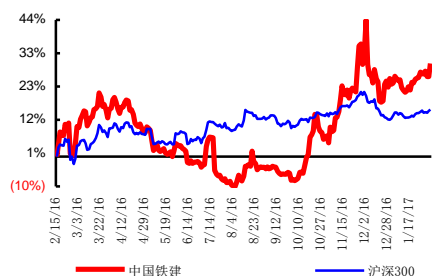
步修复

评级: **买入** 前次: **买入**
 目标价 (元): **17.85**
 分析师: 夏天 分析师: 杨涛
 S0740517010001 S0740516080005
 021-20315190 021-20315167
 xiatian@r.qlzq.com.cn yangtao@r.qlzq.com.cn
 2017年02月09日

基本状况

总股本(百万股)	13,580
流通股本(百万股)	13,580
市价(元)	12.61
市值(百万元)	171,238
流通市值(百万元)	171,238

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	591,968.4	600,538.7	650,827.4	706,581.8	760,950.3
营业收入增速	0.88%	1.45%	8.37%	8.57%	7.69%
归属于母公司的净利润	11,343.3	12,645.5	14,459.7	16,209.7	17,689.2
净利润增长率	9.65%	11.48%	14.35%	12.10%	9.13%
摊薄每股收益 (元)	0.84	0.93	1.06	1.19	1.30
前次预测每股收益 (元)					
市场预测每股收益 (元)					
市盈率 (倍)	14.61	13.10	11.46	10.22	9.37
PEG	1.22	1.33	0.99	0.85	0.95
每股净资产 (元)	6.70	8.22	8.81	9.89	11.01
每股现金流量	0.53	3.71	2.40	0.31	3.98
净资产收益率	12.47%	11.32%	12.09%	12.07%	11.84%
市净率	1.82	1.48	1.38	1.23	1.11
总股本 (百万股)	12,337.	13,579.	13,579.	13,579.	13,579.

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- **新签订单逐季加速，增速达近六年新高。**受益基建稳增长与 PPP 项目加速落地，公司公告 2016 年新签合同总额 12191 亿元，同比增长 28.49%，增速达到六年来最高。分季度来看，Q1、Q2、Q3、Q4 单季新签合同分别同比增长 15.5%、20.7%、32.4%、37.7%，逐季递增，主要受益于基建稳增长及 PPP 项目加快落地。分板块来看工程承包合同同比增长 31.2%，其中铁路/公路/其他同比增长-11.5%/42.7%/64.2%。公路和其他(主要是市政、轨交等)为订单增长的主要驱动因素。截至 2016 年 9 月底在执行未完工订单为 18458 亿元，是 2015 年收入的 3 倍，保障未来持续稳健增长。
- **PPP 项目加速落地，央企基建龙头显著受益。**年前发改委与证监会合推 PPP 资产证券化，2017 年 PPP 政策仍有望超预期。预计 2017 年 PPP 项目签约达 2.5-3 万亿元，已签约项目将迎来施工高峰。2016 年公告新签 PPP 订单累计超 2000 亿元，在建筑央企中保持领先地位，凭借央企雄厚实力，后续有望不断斩获 PPP 大单，从而优化整体业务结构。PPP 项目施工毛利率显著高于纯施工项目，有望提升盈利能力，促业绩加速。
- **一带一路战略预期不断增强，公司海外业务具备高成长潜力。**十八届三中全会确立“新核心”，一带一路战略信心显著增强。五月将召开一带一路国际合作峰会，战略推进力度有望进一步增强。公司在手海外订单 3745 亿，占未完成合同总量的 20%，是 2015 年海外收入的 13 倍，海外业务具备高成长潜力。
- **公司估值显著低于同业可比公司，估值洼地有望逐步修复。**公司当前估值不仅显著低于同业可比公司中国中铁，也低于其他建筑央企 PE 平均 14 倍的水平。从历史估值来看，2010-2014 年，中国铁建与中国中铁的市盈率比值平均约为 1；而 2015 年至今两公司市盈率比值平均仅有 0.7，偏离历史均值较远。两公司同为央企背景，业务结构相似，收入利润体量相当，盈利能力与成长性也无显著差异，而当前中国中铁 2017 年 PE 为 13 倍，中国铁建仅有 10 倍，两者之间的估值差有望逐步修复。

- **投资建议：**我们预测公司 2016-2018 年 EPS 分别为 1.07/1.19/1.30 元，当前股价对应 PE 为 11/10/9 倍，给予目标价 17.85 元（对应 2017 年 15 倍 PE），买入评级。
- **风险提示：**海外经营风险、铁路投资下滑风险、PPP 项目进度不达预期风险。

内容目录

1. 基建 PPP 推动订单加速，增速创六年新高.....	- 5 -
1.1. 基建稳增长，PPP 项目加速落地.....	- 5 -
1.2. 新签订单增速达六年来最高.....	- 6 -
2. 一带一路预期提升，公司海外业务成长潜力巨大.....	- 9 -
2.1. 一带一路预期提升，高峰论坛值得期待.....	- 9 -
2.2. 一带一路高铁出海龙头，海外业务具备高成长潜力.....	- 10 -
3. “两铁”具有极强同质性，估值差有望逐步修复.....	- 11 -
3.1. 两铁规模对比.....	- 12 -
3.2. 两铁成长性对比.....	- 12 -
3.3. 两铁业务情况对比.....	- 12 -
3.4. 两铁盈利能力对比.....	- 13 -
3.5. 两铁现金流情况对比.....	- 14 -
3.6. 两铁订单情况对比.....	- 15 -
3.7. 两铁历史估值差异不大，当前偏离均值较远.....	- 16 -
4. 盈利预测、估值与投资建议.....	- 17 -
5. 风险提示.....	- 17 -

图表目录

图表 1: 固定资产投资累计同比增速.....	- 5 -
图表 2: 三大领域固定资产投资完成额累计增速.....	- 5 -
图表 3: 入库项目数量 (数字标注为落地项目数).....	- 5 -
图表 4: 入库各阶段项目投资额 (数字标注为落地项目投资额).....	- 6 -
图表 5: 发改委推介项目情况.....	- 6 -
图表 6: 发改委推介项目落地情况.....	- 6 -
图表 7: 中国铁建新签合同额.....	- 7 -
图表 8: 中国铁建单季度新签合同额.....	- 7 -
图表 9: 工程承包新签合同额.....	- 7 -
图表 10: 铁路工程新签合同额.....	- 7 -
图表 11: 公路工程承包新签合同额.....	- 7 -
图表 12: 其他工程 (轨交、市政等) 新签合同额.....	- 7 -
图表 13: 公司订单加速显著.....	- 8 -
图表 14: 公司中标 PPP 项目.....	- 8 -
图表 15: 一带一路政策护航.....	- 9 -
图表 16: 一带一路新签订单.....	- 10 -
图表 17: 一带一路完成合同.....	- 10 -

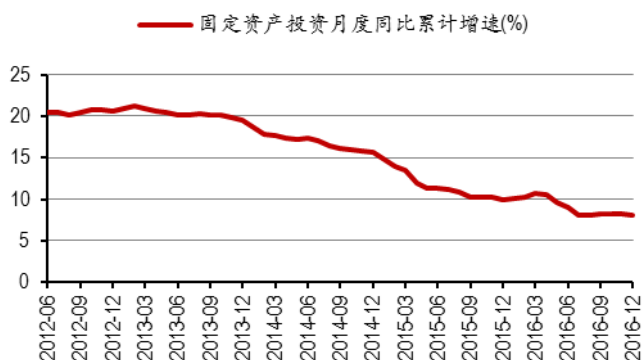
图表 18: 中国铁建海外收入	- 10 -
图表 19: 中国铁建海外订单	- 10 -
图表 20: 两铁海外收入占比 (%)	- 10 -
图表 21: 公司近两年重大海外项目	- 11 -
图表 22: 两铁收入情况对比	- 12 -
图表 23: 两铁净利润情况对比	- 12 -
图表 24: 两铁收入同比增长情况对比	- 12 -
图表 25: 两铁净利润同比增长情况对比	- 12 -
图表 26: 中国铁建业务占比情况 (%)	- 13 -
图表 27: 中国中铁业务占比情况 (%)	- 13 -
图表 28: 铁建分区域业务收入 (%)	- 13 -
图表 29: 中铁分区域业务收入 (%)	- 13 -
图表 30: 两铁毛利率对比	- 14 -
图表 31: 两铁净利率对比	- 14 -
图表 32: 两铁费用率对比情况	- 14 -
图表 33: 两铁现金流情况对比 (亿元)	- 14 -
图表 34: 中国铁建新签订单及同比增速	- 15 -
图表 35: 中国中铁新签订单及同比增速	- 15 -
图表 36: 中国铁建在手订单及同比增速	- 15 -
图表 37: 中国中铁在手订单及同比增速	- 15 -
图表 38: 中国中铁、中国铁建历史 PE (TTM)	- 16 -
图表 39: 中国铁建 PE/中国中铁 PE	- 16 -
图表 40: 建筑央企估值情况	- 17 -
图表 41: 公司财务报表预测 (单位: 百万元)	- 18 -

1. 基建 PPP 推动订单加速，增速创六年新高

1.1. 基建稳增长，PPP 项目加速落地

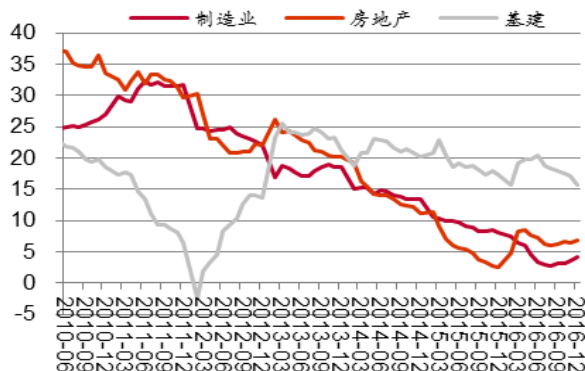
- **2016 年基建投资在稳定经济中仍发挥重要作用。**2016 年 1-12 月全社会累计完成固定资产投资 59.65 万亿元，同比增长 8.10%，较 1-11 月下月滑 0.2 个百分点。2016 年房地产投资回暖，全年同比增长 6.9%；制造业投资上半年持续下行，至 8 月起才略有反弹。仅基建投资全年始终保持 15% 以上的较快增速，成为稳定经济增长最重要因素之一。

图表 1：固定资产投资累计同比增速



来源：统计局，中泰证券研究所

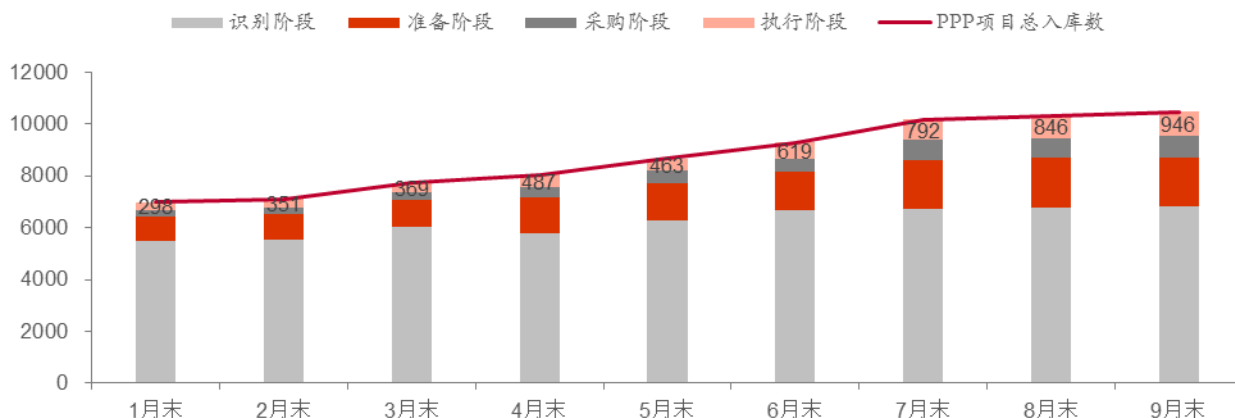
图表 2：三大领域固定资产投资完成额累计增速



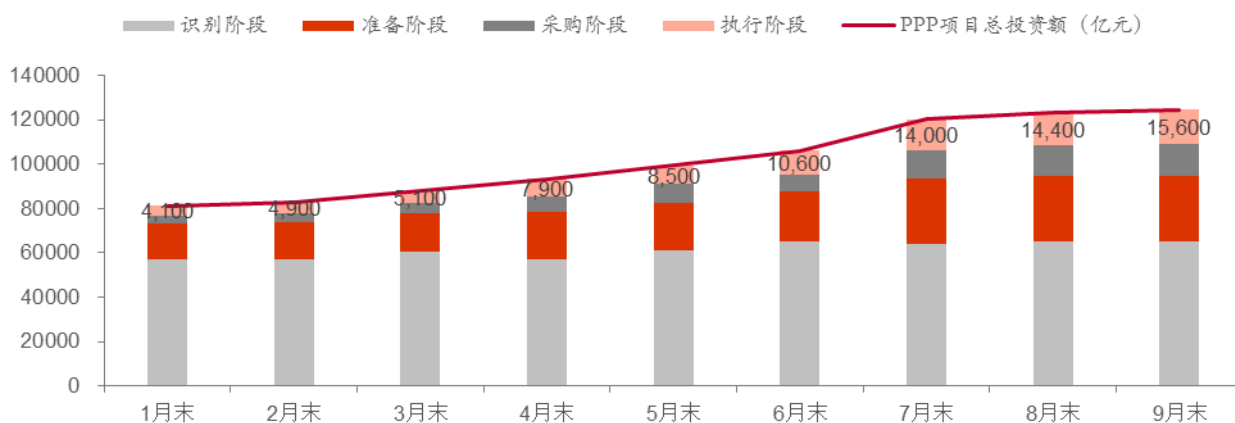
来源：统计局，中泰证券研究所

- 从全国情况来看，地方 PPP 项目需求继续增长，9 月末全部入库项目 10,471 个，总投资额 12.46 万亿元，其中已进入执行阶段项目 946 个，总投资额 1.56 万亿元，规模可观，落地率 26%，与 6 月末相比，入库项目正在加速落地，落地率稳步提升。截至 2016 年 9 月末，财政部两批示范项目 232 个，总投资额 7,866.3 亿元，其中执行阶段项目 128 个，总投资额 3,456 亿元，落地率达 58.2%。与 6 月末相比，第一批示范项目落地率没有变化，第二批示范项目落地呈加速趋势。

图表 3：入库项目数量（数字标注为落地项目数）



来源：财政部，中泰证券研究所

图表 4：入库各阶段项目投资额（数字标注为落地项目投资额）


来源：财政部，中泰证券研究所

- 发改委推介三批示范项目共计 3756 个，总投资 6.37 万亿元。第一二批后续部分项目退库，目前项目库中共计 2992 个，总投资 5.1 万亿。8 月 23 日发改委网站公布，第一批最终推介 789 个项目，签约 456 个，总投资额 8151.7 亿元，第二批 970 个，已签约 163 个，总投资 1867.4 亿元。

图表 5：发改委推介项目情况

批次	个数	总投资额(万亿)	退库后个数	退库后投资额(万亿)
第一	1043	1.97	789	1.44
第二	1488	2.26	970	1.53
第三	1233	2.14	1233	2.14
合计	3764	6.37	2992	5.11

来源：发改委，中泰证券研究所

图表 6：发改委推介项目落地情况

批次	落地个数	落地金额	签约率
第一	456	8151.7	57.18%
第二	163	1867.4	16.80%
合计	619	10019.1	35.20%

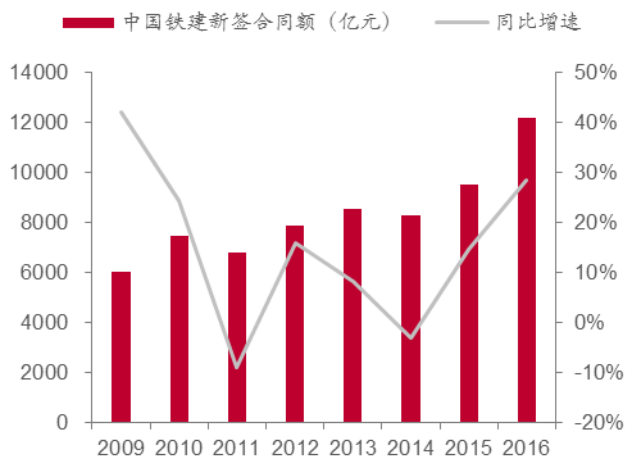
来源：发改委，中泰证券研究所

1.2. 新签订单增速达六年来最高

- 新签订单逐季加速，2016 年全年增速达近六年新高。公司公告 2016 年新签合同总额 12191 亿元，同比增长 28.49%，增速达到六年来最高。分季度来看，Q1、Q2、Q3、Q4 单季新签合同分别同比增长 15.5%、20.7%、32.4%、37.7%，逐季递增，主要受益于基建稳增长及 PPP 项目加快落地。分板块来看工程承包合同同比增长 31.2%，其中铁路/公路/其他同比增长-11.5%/42.7%/64.2%。公路和其他（主要是市政、轨交等）为订单增长的主要驱动因素。非工程承包板块中勘察设计/工业制造/房地产/物流与物资贸易/其他分别增长

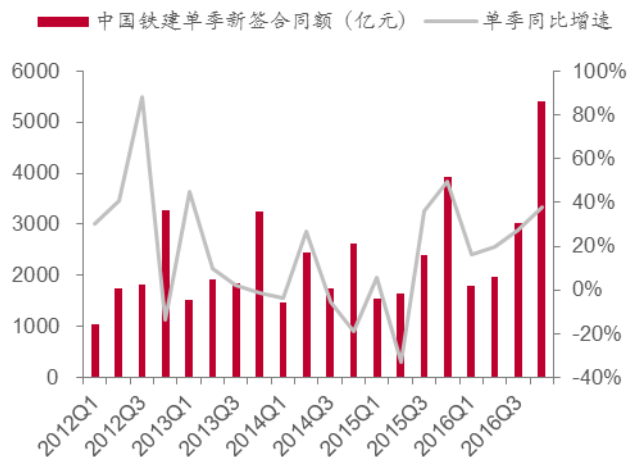
10.3%/21.5%/35.1%/-12.8%/435.5%。截至 2016 年 9 月底在执行未完工订单为 18458 亿元,是 2015 年收入的 3 倍,保障未来持续稳健增长。

图表 7: 中国铁建新签合同额



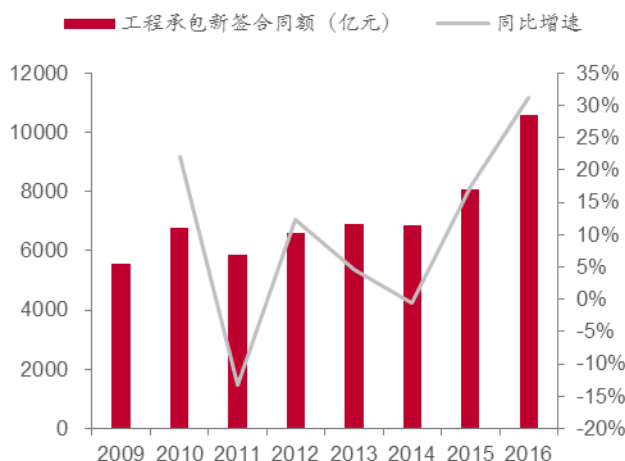
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 8: 中国铁建单季度新签合同额



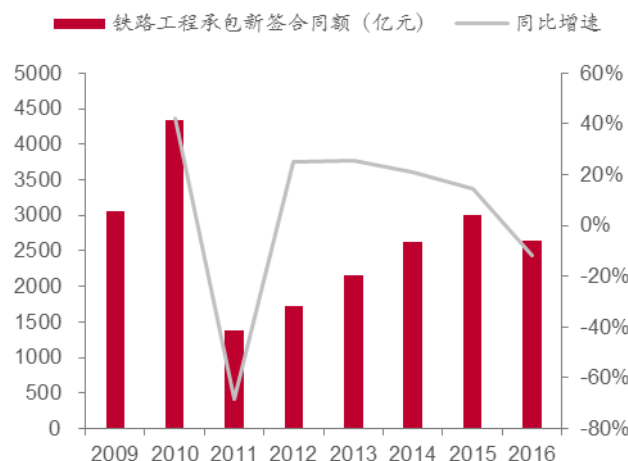
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 9: 工程承包新签合同额



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

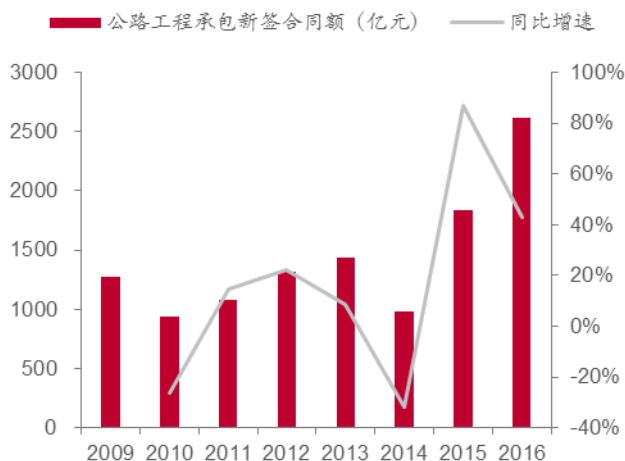
图表 10: 铁路工程新签合同额



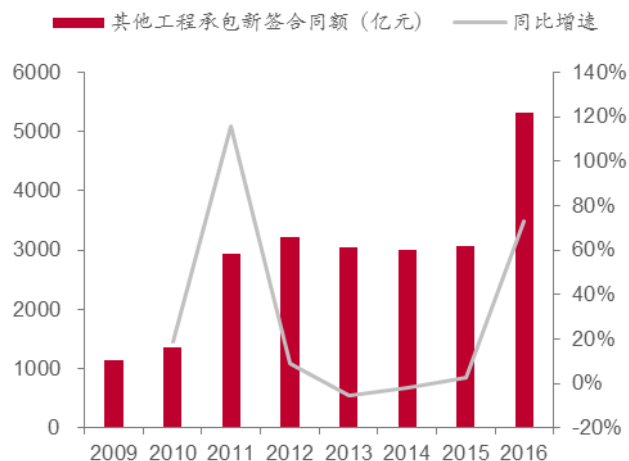
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 11: 公路工程承包新签合同额

图表 12: 其他工程(轨交、市政等)新签合同额



来源：公司公告，中泰证券研究所



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 截止至目前公告新签 PPP 订单累计超 2000 亿元，在建筑央企中保持领先地位，凭借央企雄厚实力，后续有望不断斩获 PPP 订单，从而优化整体业务结构，提升盈利能力。基建稳增长背景下 PPP 项目加速落地，16/17 年业绩有望保持向好趋势。

图表 13：公司订单加速显著

公司名称	中期订单 (亿元)	中期增速 (%)	2016 年订单 (亿元)	2016 年增速 (%)	四季单季订单 (亿元)	四季单季增速 (%)	PPP 订单简况
中国铁建	3756.78	18.16	12191.06	28.49	5400.34	37.65	上半年在手约 1400 亿，三、四季度公告 839 亿大单

来源：Wind，中泰证券研究所

图表 14：公司中标 PPP 项目

时间	项目名称	金额	工期
2015 年 7 月 24 日	芜湖城南过江隧道工程政府与社会资本合作项目 (PPP 项目)	43.5	54 个月
2015 年 9 月 15 日	北京兴延高速公路政府与社会资本合作 (PPP) 项目	130.96	39 个月
2015 年 10 月 23 日	贵州省新建地方铁路瓮安至马场坪线工程	50.4	30 年 (特许经营)
2015 年 12 月 31 日	福州火车北站南广场综合改造项目 PPP 项目	20.88	3+7 年
2016 年 1 月 20 日	徐州城轨道交通 2 号线一期工程 PPP 项目	169.69	5 年
2016 年 5 月 5 日	厦门翔安新机场片区地下综合管廊 PPP 项目	14.77	4+16 年
2016 年 5 月 24 日	宁夏石嘴山至固原城际铁路 PPP 项目	136.15	28 个月
	昆明轨道交通 5 号线 PPP 项目	213.51	48 个月
2016 年 6 月 29 日	中标乌鲁木齐市轨道交通 2 号线一期 PPP 项目	57.7	5+30 年
2016 年 7 月 14 日	太原市晋源东区综合管廊工程 (PPP 项目)	8.9	3 个月+30 年
2016 年 9 月 30 日	南京市江北新区综合管廊二期工程 PPP 项目	43.19	5+20 年
2016 年 10 月 12 日	江西新建长埠工业园区龙头岗新区安置房及基础设施 PPP 项目	34.28	3+10 年
2016 年 11 月 8 日	玉赤河生态公园 PPP 项目	15.76	4+7 年
2016 年 11 月 14 日	北京市新机场轨道线社会化引资 PPP 项目	149.94	35 个月+30 年
2016 年 11 月 15 日	青岛市地铁 4 号线工程 PPP 项目	229.19	5 年
2016 年 12 月 19 日	新建鲁南高速铁路临沂至曲阜段 PPP 项目	76.05	4 年

2016年12月22日	昆明(福德立交)-宜良高速公路(昆石复线)政府和社会资本合作项目	172.57	3+30年
2016年12月22日	曲靖三宝至昆明清水高速公路(昆明段)政府和社会资本合作项目	109.48	3+30年

来源：公司公告，中泰证券研究所

2. 一带一路预期提升，公司海外业务成长潜力巨大

2.1. 一带一路预期提升，高峰论坛值得期待

- 一带一路提出已满三周年。习近平主席 2013 年 9 月在出访中亚国家期间，首次提出共建“丝绸之路经济带”。同年 10 月，习主席又提出共同建设 21 世纪“海上丝绸之路”，这二者共同构成了“一带一路”重大倡议，至今提出已满三周年。
- 顶层文件护航，一带一路上升为国家战略，十八届六中全会后预期再提升。2014 年 11 月的发布丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路规划；2015 年 3 月国家发展改革委、外交部、商务部联合发布了《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》，作为顶层设计文件。同时“一带一路”战略被写进十八届三中全会、十三五规划，成为国家战略。近期十八届六中全会发布公告，正式提出“以习近平同志为核心的党中央”，一带一路国家战略预期提升。作为国家长期发展的重大战略之一，必将得到全力推进。同时中央经济工作会议、政治局会议均提出 2017 年要重点推进一带一路。

图表 15：一带一路政策护航

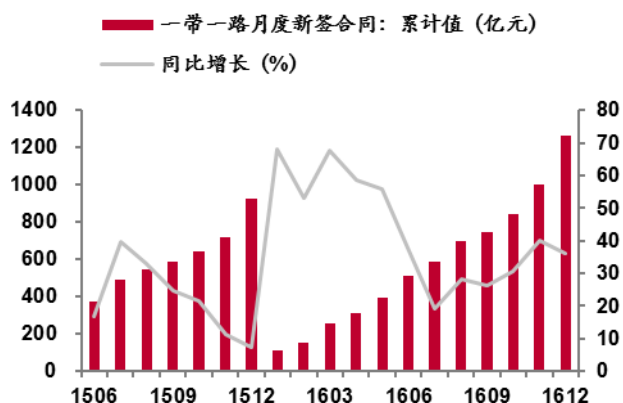


来源：新闻资料整理，中泰证券研究所

- 五月一带一路高峰论坛将为板块提供催化。习近平主席在达沃斯论坛上宣布，今年五月将在北京召开一带一路高峰论坛，大会将是 2017 年中国最重要的一次主场外交活动，我们预计规格不会低于 G20 峰会。届时将会为板块提供持续催化。
- 一带一路地区订单表现亮眼。2016 年 1-12 月我国企业在一带一路地区完成营业额 759.7 亿美元，同增 9.7%，占同期我国对外承包工程完成合同额的 47.7%；新签合同额 1260.3 亿美元，同增 36.0%，占同期我国

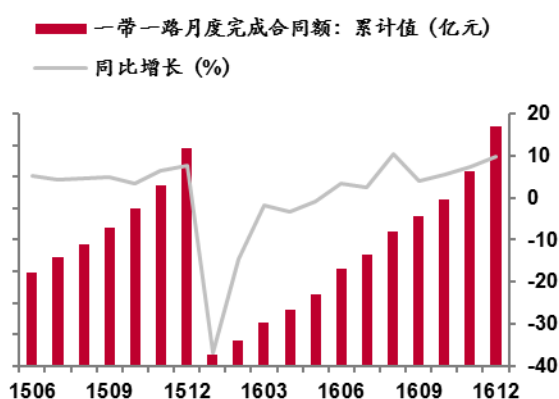
对外承包工程新签合同额的 51.6%。

图表 16：一带一路新签订单



来源：商务部，中泰证券研究所

图表 17：一带一路完成合同

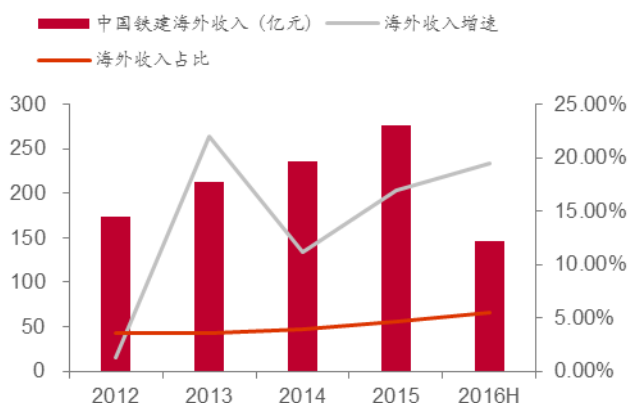


来源：商务部，中泰证券研究所

2.2. 一带一路高铁出海龙头，海外业务具备高成长潜力

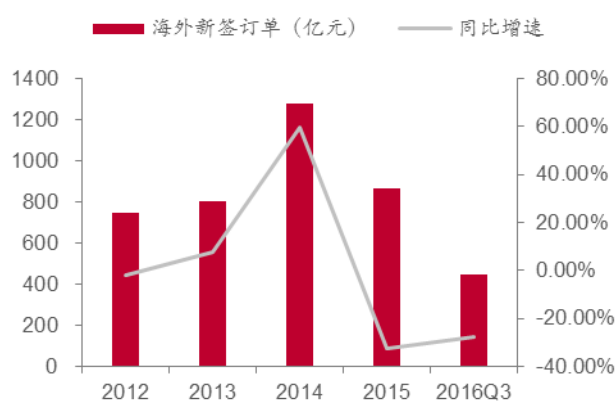
- 2012-2015 年，中国铁建/中国中铁海外收入三年 CAGR 分别为 17%/11%，增长势头良好。铁建海外 2016 年中期收入 146 亿元，同比增速 19.51%。在手海外订单 3745 亿，占未完成合同总量的 20%，是 2015 年海外收入的 13 倍，海外业务具备高成长潜力。近年来新签 120 亿美元尼日利亚沿海铁路项目框架合同等重量级海外项目，显示出一带一路高铁出海龙头风采。

图表 18：中国铁建海外收入



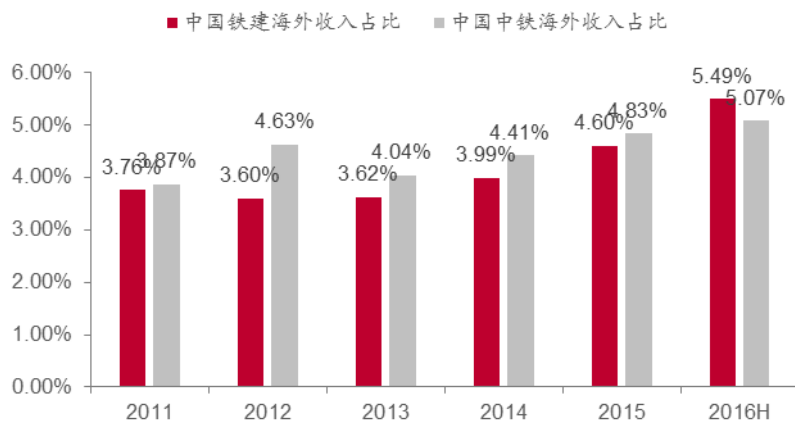
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 19：中国铁建海外订单



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 20：两铁海外收入占比 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 21: 公司近两年重大海外项目

时间	项目名称	国家	项目金额	折合人民币 (亿元)	占上年收 入比例
2014年1月	苏丹东线铁路项目	苏丹	14.54 亿美元	88.27	1.82%
2014年5月	尼日利亚沿海铁路项目框架合同	尼日利亚	119.7 亿美元	735.16	12.53%
2014年8月	孟加拉达卡高架高速公路项目设计、采购、施工 EPC 合同	孟加拉国	10.62 亿美元	65.44	1.12%
2014年8月	玻利维亚鲁雷纳瓦克至里韦拉尔塔公路项目的合同	玻利维亚	5.79 亿美元	35.7	0.61%
2014年9月	尼日利亚巴耶萨州一揽子公路项目合同	尼日利亚 亚奈拉	1874.96 亿尼日利 亚奈拉	74.28	1.27%
2014年11月	安全总部发展项目-第五期工程的第 1、3、5 号包合同(主要工程包括办公楼、宿舍楼及附属建筑场所结构和装修等)	沙特	19.79 亿美元	121.54	2.07%
2015年1月	吉布提机场项目 EPC 合同	吉布提	5.99 亿美元	36.67	0.62%
2015年1月	沙特内政部安全总部发展项目第五期工程第三包剩余 36 个地块的合同	沙特	6.21 亿美元	38.1	0.65%
2015年4月	埃及国家铁路网轨道更新项目合作框架协议	埃及	6 亿美元	37.26	0.63%
2015年4月	尼日利亚奥贡州城际铁路项目合同	尼日利亚	35.06 亿美元	214.64	3.63%
2015年4月	2015 英雄住房工程项目商务合同	津巴布韦	19.29 亿美元	118.09	1.99%
2015年12月	巴基斯坦卡拉奇-拉合尔高速公路 III 标段(拉合尔—阿卜杜哈基姆)的设计、采购、施工(EPC)总承包项目	巴基斯坦 坦卢比	1486.54 亿巴基斯 坦卢比	93.76	1.58%
2015年12月	达喀尔至巴马科铁路修复改造项目(塞内加尔段)合同	塞内加尔	12.57 亿美元	81.36	1.37%
2015年12月	达喀尔至巴马科铁路修复改造项目(马里段)框架协议	马里	14.69 亿美元	95.05	1.61%
2015年12月	印尼卡扬一级水电站项目 EPC 合同	印尼	17.08 亿美元	110.53	1.87%
2016年8月	卡诺市轻轨(1, 2, 3, 4 号线)项目临时授标函	尼日利亚	18.51 亿美元	120.3	2.00%
2016年11月	赞比亚奇帕塔经佩塔乌凯至塞伦杰铁路设计施工合同	赞比亚	22.64 亿美元	150.98	2.51%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

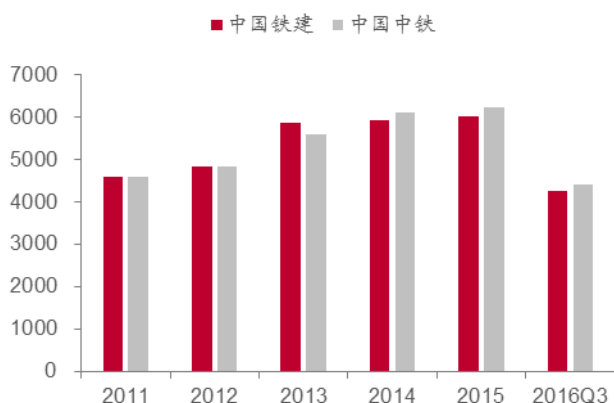
3. “两铁”具有极强同质性, 估值差有望逐步修复

- 中国中铁与中国铁建同为央企背景，业务结构相似，收入利润体量相当，盈利能力与成长性也无显著差异，而当前中国中铁 2017 年 PE 为 13 倍，中国铁建仅有 10 倍，两者之间的估值差异是不合理的。

3.1. 两铁规模对比

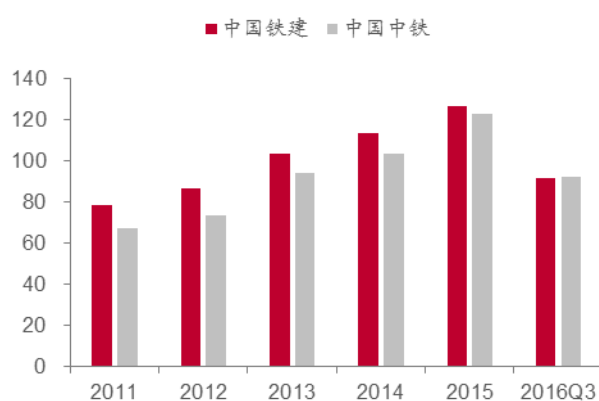
- 从收入规模来看，2011-2015 年两铁的收入规模相当，铁建和中铁 2016 前三季度营收分别为 4238.85 亿元和 4417.56 亿元，同比增长 2.62% 和 2.69%。归母净利润相差不大，2016 年前三季度分别为 91.23 亿元和 92.45 亿元，同比增长 12.43% 和 16.91%。

图表 22：两铁收入情况对比



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 23：两铁净利润情况对比

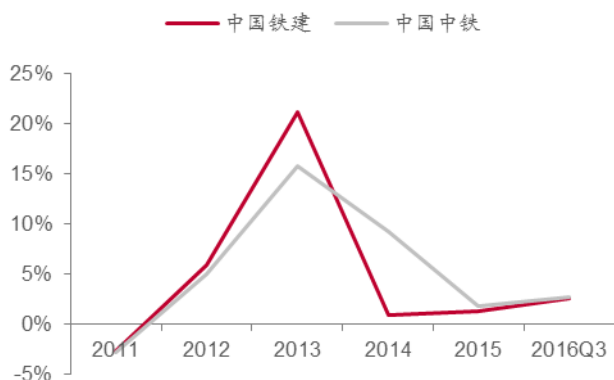


来源：Wind，中泰证券研究所

3.2. 两铁成长性对比

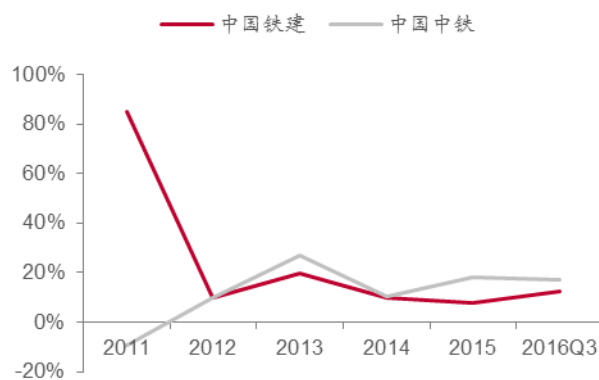
- 从成长性来看，2006-2015 年，中国中铁收入 CAGR=16.37%，中国铁建收入 CAGR=15.95%，收入增速方面差距不是很明显。2006-2015 年，中国中铁归母净利润 CAGR=25.0%，中国铁建归母净利润 CAGR=29.4%，中国铁建的利润增速略快于中国中铁。

图表 24：两铁收入同比增长情况对比



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 25：两铁净利润同比增长情况对比

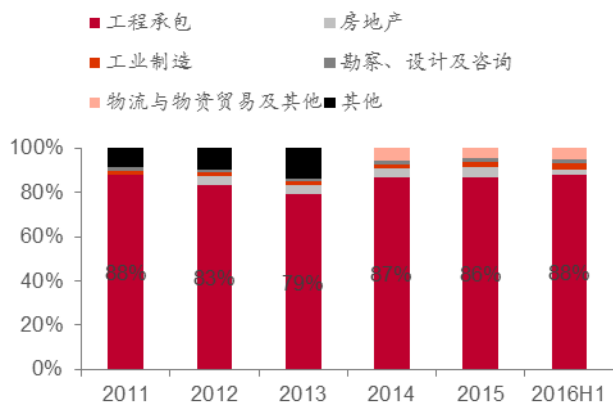


来源：Wind，中泰证券研究所

3.3. 两铁业务情况对比

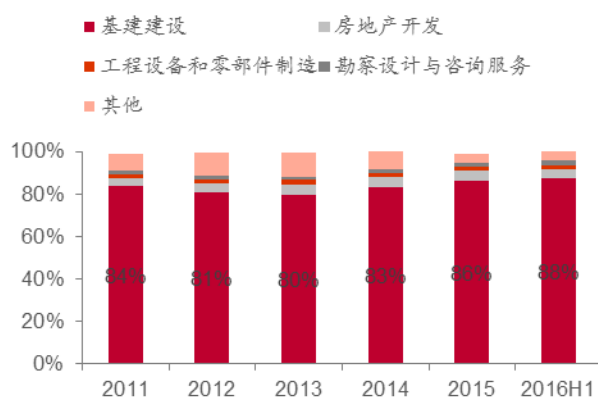
- 从业务结构来看,2011-2015 年两铁的主要收入来源均为工程承包业务,其主要包含铁路、公路、市政业务。中国铁建工程承包业务年均占在 85%左右,中国铁建基建建设年均占比在 83%左右,两者并无较大差异。其他业务如房地产,勘察设计及咨询业务占比也基本相同。
- 从业务开展区域来看,两铁的国内与国外业务收入占比基本一致。

图表 26: 中国铁建业务占比情况 (%)



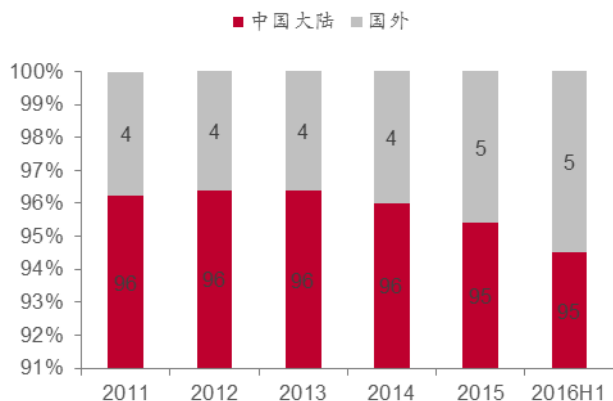
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 27: 中国中铁业务占比情况 (%)



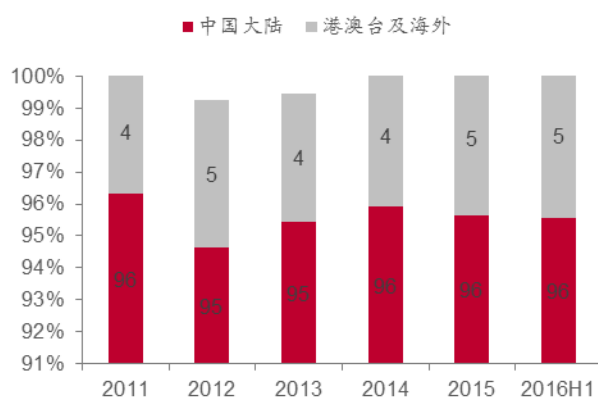
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 28: 铁建分区域业务收入 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

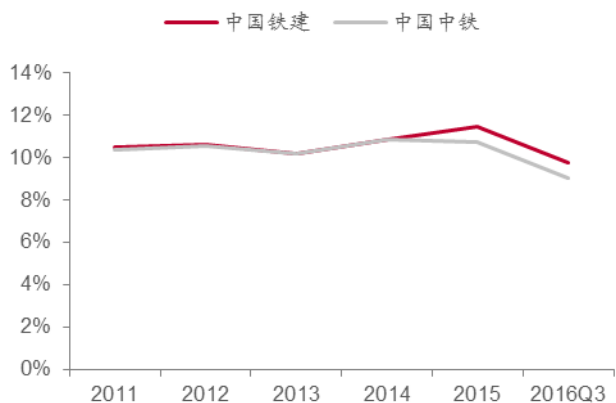
图表 29: 中铁分区域业务收入 (%)



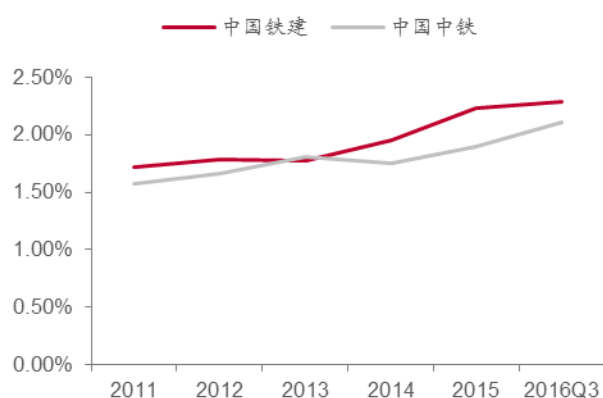
来源: Wind, 中泰证券研究所

3.4. 两铁盈利能力对比

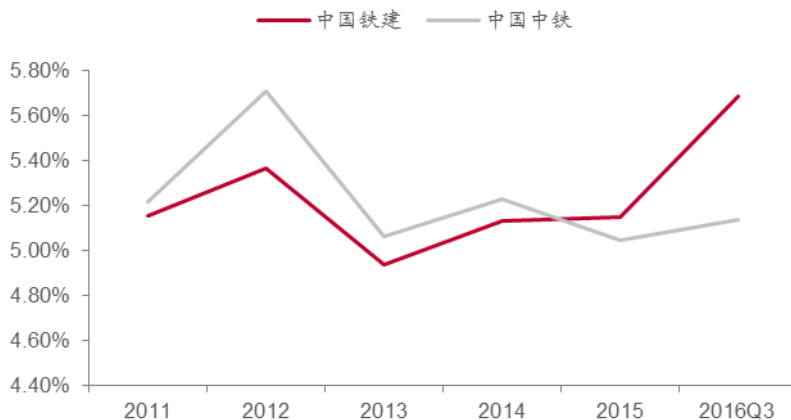
- 从盈利能力角度来看,两铁的毛利率情况历年走势相对一致,近 5 年来中国铁建毛利率平均为 10.71%,中国中铁为 10.54%,两者差别不大。净利率方面,中国铁建和中国中铁近 5 年平均值相差 0.16 个百分点,铁建和中铁分别为 1.89%和 1.74%。费用率方面,近 5 年均值来看,两铁无明显差距,中国铁建为 5.15%,中国中铁为 5.24%。综上,从盈利能力角度对比情况来看,两铁无明显差距。

图表 30：两铁毛利率对比


来源：Wind，中泰证券研究所

图表 31：两铁净利率对比


来源：Wind，中泰证券研究所

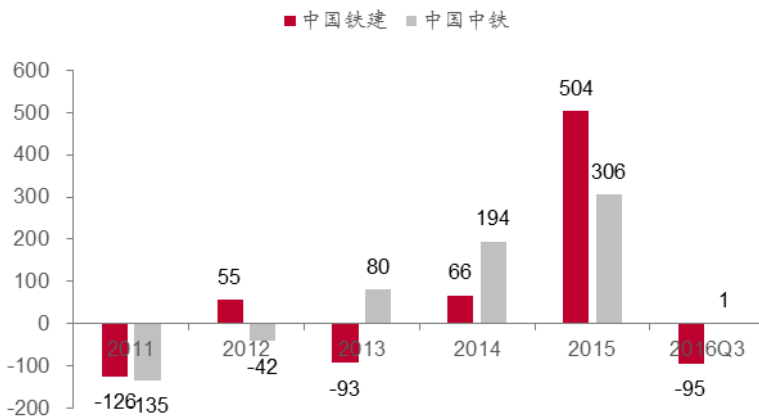
图表 32：两铁费用率对比情况


来源：Wind，中泰证券研究所

3.5. 两铁现金流情况对比

- 从两铁现金流情况来看，2011-2015 年现金流情况大致走势保持一致。2016 年前三季度，中国铁建经营现金净流出 95.40 亿元，去年同期为净流入 99.84 亿元，主要是由于子公司铁建财务偿还同业拆借资金增加及吸收存款减少所致。现金流出主要发生在上半年，三季度单季现金净流入 42 亿元，环比已明显改善。

图表 33：两铁现金流情况对比（亿元）

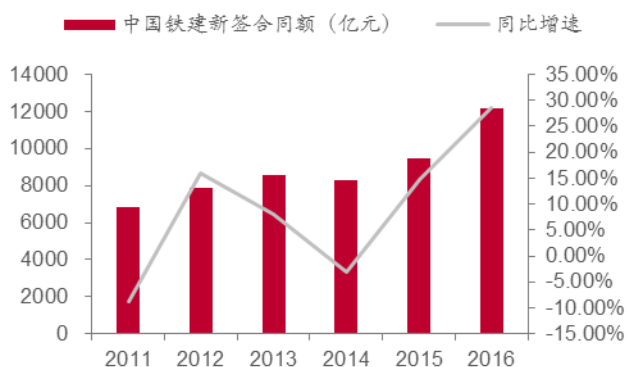


来源: Wind, 中泰证券研究所

3.6. 两铁订单情况对比

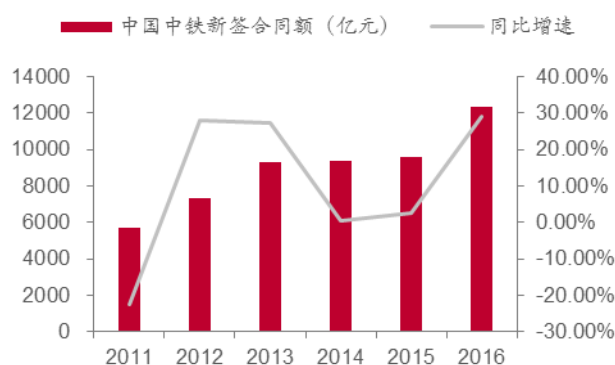
- 从两铁历年新签订单来看, 2011-2016 年新签订单趋势均保持稳步增长且 2014 年以后呈现快速增长势头, 在 2016 年达到近五年来最高增速。两公司每年新签及在手订单规模接近, 截止至今年 9 月 30 日, 中国铁建在手订单 18458 亿元, 中国中铁为 18904 亿元, 均为 2015 年各自收入的 3 倍左右。

图表 34: 中国铁建新签订单及同比增速



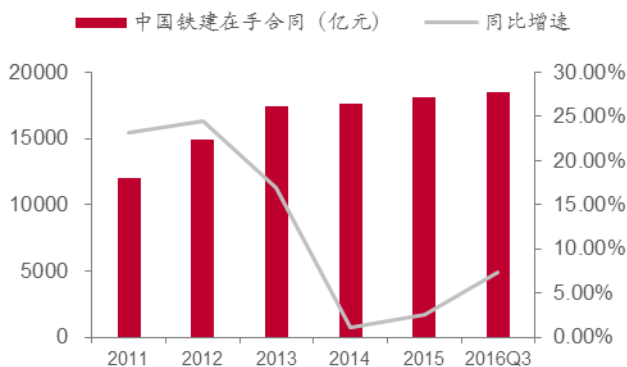
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 35: 中国中铁新签订单及同比增速



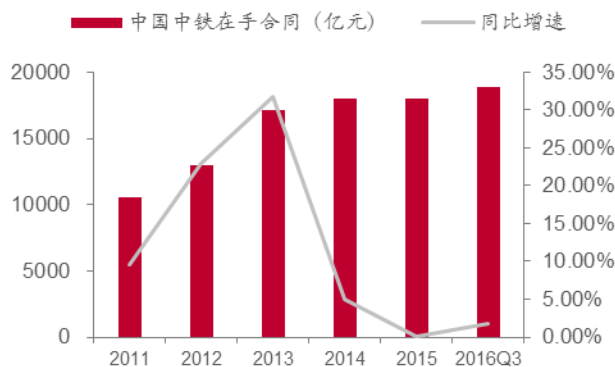
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 36: 中国铁建在手订单及同比增速



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 37: 中国中铁在手订单及同比增速



来源: Wind, 中泰证券研究所

来源: Wind, 中泰证券研究所

来源: Wind, 中泰证券研究所

3.7. 两铁历史估值差异不大, 当前偏离均值较远

- 从历史估值水平来看, 2010-2014年, 中国铁建与中国中铁的市盈率比值平均约为 1; 而 2015 年至今两铁市盈率比值平均仅有 0.74, 偏离历史均值 0.92 较远。中国铁建 2010 年底至 2011 年估值明显高于中国中铁, 主要由于中国铁建海外沙特麦加轻轨项目发生较大亏损导致。当前中国中铁 2017 年 PE 为 13 倍, 中国铁建仅有 10 倍, 后续有望逐步修复。

图表 38: 中国中铁、中国铁建历史 PE (TTM)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 39: 中国铁建 PE/中国中铁 PE



来源: Wind, 中泰证券研究所

4. 盈利预测、估值与投资建议

- 我们预测公司 2016-2018 年 EPS 分别为 1.04/1.19/1.30 元, 当前股价对应 PE 为 12/10/9 倍, 当前建筑央企 (除中国建筑外) 平均市盈率为 14, 公司是除中国建筑外估值最低的央企, 且与中国中铁之间存在较大估值差异, 我们认为后续有望逐步修复。给予目标价 17.85 元 (对应 2017 年 15 倍 PE), 买入评级。

图表 40: 建筑央企估值情况

股票简称	股价	EPS		PE		PB
		2016E	2017E	2016E	2017E	
中国交建	16.37	1.10	1.25	15	13	1.87
中国化学	6.81	0.46	0.52	15	13	1.24
中国建筑	8.84	1.08	1.18	8.2	7.5	1.55
中国中冶	5.09	0.28	0.33	18	15	1.54
中国电建	7.17	0.37	0.41	19	17	1.70
葛洲坝	10.08	0.72	0.94	14	11	1.24
中国中铁	8.90	0.60	0.69	15	13	1.48
中国铁建	12.20	1.07	1.19	11	10	1.31

来源: Wind, 中泰证券研究所 (股价取 2017 年 2 月 8 日收盘价)

5. 风险提示

- 风险提示: 宏观经济下行风险, 海外经营风险。

图表 41: 公司财务报表预测 (单位: 百万元)

利润表	2014	2015	2016E	2017E	2018E	财务指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	591,968.5	600,538.7	650,827.5	706,581.9	760,950.4	成长性					
减: 营业成本	527,729.8	531,756.3	589,800.7	640,325.7	690,843.7	营业收入增长率	0.9%	1.4%	8.4%	8.6%	7.7%
营业税费	17,979.3	18,016.5	6,508.3	5,652.7	4,565.7	营业利润增长率	17.1%	15.5%	12.8%	12.8%	9.4%
销售费用	3,251.6	3,703.7	3,457.3	3,997.4	4,346.7	净利润增长率	9.7%	11.5%	14.3%	12.1%	9.1%
管理费用	22,845.2	22,835.6	26,033.1	28,263.3	30,438.0	EBITDA增长率	12.9%	9.7%	6.2%	12.8%	9.1%
财务费用	4,289.7	4,385.0	4,083.3	4,767.0	4,986.9	EBIT增长率	16.5%	12.4%	8.7%	13.5%	8.5%
资产减值损失	1,583.4	3,564.6	2,400.0	2,700.0	2,888.2	NOPLAT增长率	12.6%	13.6%	4.3%	13.5%	8.5%
加: 公允价值变动收益	8.3	-27.5	-67.8	9.1	16.5	投资资本增长率	42.9%	0.6%	1.0%	17.7%	-19.7%
投资和汇兑收益	83.0	359.5	250.0	230.8	200.0	净资产增长率	22.7%	25.2%	6.2%	10.8%	10.0%
营业利润	14,380.6	16,609.0	18,726.9	21,115.8	23,097.6	利润率					
加: 营业外净收支	571.9	504.0	610.7	562.2	559.0	毛利率	10.9%	11.5%	9.4%	9.4%	9.2%
利润总额	14,952.4	17,113.0	19,337.7	21,678.0	23,656.6	营业利润率	2.4%	2.8%	2.9%	3.0%	3.0%
减: 所得税	3,380.9	3,738.6	4,834.4	5,419.5	5,914.2	净利率	1.9%	2.1%	2.2%	2.3%	2.3%
净利润	11,343.3	12,645.5	14,459.7	16,209.7	17,689.2	EBITDA/营业收入	4.9%	5.3%	5.2%	5.4%	5.5%
资产负债表	2014	2015	2016E	2017E	2018E	EBIT/营业收入	3.2%	3.5%	3.5%	3.7%	3.7%
货币资金	98,087.8	121,934.0	130,165.5	141,316.4	152,190.1	运营效率					
交易性金融资产	110.2	218.4	150.6	159.7	176.3	固定资产周转天数	25	25	20	14	9
应收账款	149,951.0	168,208.4	127,084.2	211,478.8	159,526.3	流动营业资本周转天数	24	26	19	25	25
应收票据	2,897.5	2,493.6	3,918.2	3,048.5	4,228.4	流动资产周转天数	301	328	310	318	320
预付账款	27,620.3	23,194.4	42,644.6	25,906.0	46,458.7	应收账款周转天数	82	95	82	86	88
存货	225,958.1	245,591.1	227,119.9	306,166.0	274,393.3	存货周转天数	130	141	131	136	137
其他流动资产	13,452.8	13,608.2	16,051.4	14,370.8	14,676.8	总资产周转天数	356	394	376	376	371
可供出售金融资产	3,812.4	6,546.4	3,527.0	4,628.6	4,900.7	投资资本周转天数	58	68	63	63	57
持有至到期投资	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	投资回报率					
长期股权投资	3,473.9	4,157.8	4,157.8	4,157.8	4,157.8	ROE	12.5%	11.3%	12.1%	12.1%	11.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	1.9%	1.9%	2.2%	2.0%	2.4%
固定资产	41,550.5	41,820.7	31,028.0	23,936.7	15,546.6	ROIC	18.3%	14.6%	15.1%	17.0%	15.6%
在建工程	2,817.0	3,183.4	3,183.4	3,183.4	3,183.4	费用率					
无形资产	19,454.4	35,865.2	47,661.7	47,158.2	46,654.7	销售费用率	0.5%	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%
其他非流动资产	27,816.7	29,273.4	26,422.6	27,749.7	27,711.0	管理费用率	3.9%	3.8%	4.0%	4.0%	4.0%
资产总额	617,004.0	696,096.3	663,116.1	813,262.0	753,805.3	财务费用率	0.7%	0.7%	0.6%	0.7%	0.7%
短期债务	44,811.0	43,370.9	64,260.2	66,867.7	73,437.8	三费/营业收入	5.1%	5.1%	5.2%	5.2%	5.2%
应付账款	245,348.2	271,410.4	245,504.7	336,235.0	298,587.1	偿债能力					
应付票据	21,356.1	26,279.1	24,510.3	30,858.9	29,512.6	资产负债率	83.3%	81.5%	79.4%	81.4%	77.9%
其他流动负债	116,645.8	142,818.8	121,830.7	146,974.1	142,049.7	负债权益比	499.7%	440.4%	384.6%	436.5%	352.1%
长期借款	53,098.7	47,398.4	35,064.5	46,095.4	8,216.1	流动比率	1.21	1.19	1.20	1.21	1.20
其他非流动负债	32,852.8	35,999.6	35,114.6	34,655.7	35,256.6	速动比率	0.68	0.68	0.70	0.68	0.69
负债总额	514,112.8	567,277.2	526,285.1	661,686.8	587,059.8	利息保障倍数	4.35	4.79	5.59	5.43	5.63
少数股东权益	11,955.5	17,154.2	17,195.5	17,243.5	17,295.5	分红指标					
股本	12,337.5	13,579.5	13,579.5	13,579.5	13,579.5	DPS(元)	0.14	0.15	0.17	0.19	0.21
留存收益	78,348.6	96,925.7	106,055.9	120,752.2	135,870.5	分红比率	16.3%	16.1%	16.0%	16.1%	16.1%
股东权益	102,891.2	128,819.2	136,831.0	151,575.2	166,745.5	股息收益率	1.1%	1.2%	1.4%	1.6%	1.7%
现金流量表	2014	2015	2016E	2017E	2018E	业绩和估值指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	11,571.6	13,374.4	14,459.7	16,209.7	17,689.2	EPS(元)	0.84	0.93	1.06	1.19	1.30
加: 折旧和摊销	10,606.9	11,116.9	11,296.1	12,594.9	13,893.6	BVPS(元)	6.70	8.22	8.81	9.89	11.01
资产减值准备	1,583.4	3,564.6	-	-	-	PE(X)	14.6	13.1	11.5	10.2	9.4
公允价值变动损失	-8.3	27.5	-67.8	9.1	16.5	PB(X)	1.8	1.5	1.4	1.2	1.1
财务费用	3,738.5	3,732.2	4,083.3	4,767.0	4,986.9	P/FCF	-97.9	11.7	14.0	12.5	12.0
投资收益	-83.0	-359.5	-250.0	-230.8	-200.0	P/S	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
少数股东损益	228.3	729.0	43.5	48.8	53.2	EV/EBITDA	7.2	5.8	4.7	4.3	3.0
营运资金的变动	-24,085.7	23,198.5	2,973.0	-29,194.1	17,595.9	CAGR(%)	12.0%	9.9%	11.6%	12.0%	9.9%
经营活动产生现金	6,582.5	50,375.1	32,537.9	4,204.5	54,035.3	PEG	1.2	1.3	1.0	0.9	0.9
投资活动产生现金	-16,505.0	-24,336.3	-11,972.5	-4,084.5	-5,282.3	ROIC/WACC	1.9	1.5	1.6	1.8	1.6
融资活动产生现金	14,622.0	-2,446.7	-12,333.9	11,030.9	-37,879.4	REP	1.0	1.1	0.9	0.7	0.7

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。