

公司研究/季报点评

2017年04月30日

建筑/建筑装饰 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 13.04
合理价格区间(元): 16.38~18.72

鲍荣富 执业证书编号: S0570515120002
研究员 021-28972085
baorongfu@htsc.com

黄骥 执业证书编号: S0570516030001
研究员 021-28972066
huangji@htsc.com

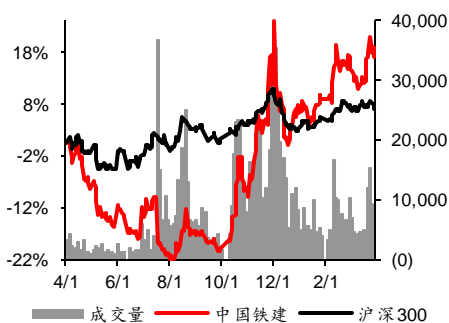
王德彬 执业证书编号: S0570516090001
研究员 010-56793964
wangdebing@htsc.com

方晏荷 021-28972059
联系人 fangyanhe@htsc.com

相关研究

- 1 《中国铁建(601186,增持): 新签订单创新高,业绩估值有望双升》2017.03
- 2 《中国铁建(601186.SH): 国内业务结构优化, 海外业绩高度锁定》2016.08
- 3 《高原铁路龙头, 订单充足盈利提升》2016.05

股价走势图



资料来源: Wind

轨交市政突出, 业绩增速有望提升 中国铁建(601186)

事件: 公司披露 2017 年一季度, 实现营业收入 1230.65 亿元, 同比增长 3.70%; 实现归母净利润 28.79 亿元, 同比增长 11.93% (扣非后同比增长 13.84%), 符合预期。加权 ROE 2.17%, 同比较少 0.11 个百分点, EPS 0.212 元。3 月末总资产 7747.65 亿元, 较年初增长 2.03%; 经营现金流净流出 195.72 亿元, 较去年同期净流出 108.60 亿元大幅增加。

订单饱满收入稳步增长, 营改增影响毛利率

2016 年末公司未完工合同额 19777.68 亿元, 同比增长 9.36%, 2017 年 1-3 月累计新签合同 2616.09 亿元, 同比大幅增长 45.96%, 截止 2017 年 3 月末未完工合同额达 19877.77 亿元, 较年末净增加约 1000 亿元, 公司新签订单快速增长, 未来收入有望随着订单加快落地实现稳步上升。2017Q1 实现收入 1230.65 亿元, 完成年度计划的 19.14%。Q1 公司受营改增影响, 营业税金及附加为 7.59 亿元, 同比大幅减少 75.05%, 收入占比由 2.56% 降低至 0.62%, 毛利率同比降低 1.36 个百分点至 9.22%。

借力 PPP 打造全面型基建巨头, 轨交、市政表现突出

公司借助 PPP 发展机遇, 积极开拓铁路工程以外的基础设施建设市场, 2016 年投融资经营新签项目合同额达 2999 亿元, 占新签合同总额的 24.60%。2017 年 1-3 月, 公司新签合同金额 2616.085 亿元, 完成年度计划的 19.82%, 同比增长 45.96%。其中工程承包板块新签合同占比 83.39%, 同比增长 47.34%, 除铁路工程新签合同同比减少 52.88% 外, 其余均大幅增长 75% 以上, 尤其是在与铁路关联度较强的轨交、市政 (含综合管廊) 市场, 2017 年 1-3 月新签订单分别同比增长 109%、86.72%。

财务指标整体稳健, 地产业务加速去化

2017Q1 公司期间费用率为 5.25%, 较 15 年同期微升 0.13 个百分点, 其中管理费用率上升 0.33 个百分点, 财务费用率因存款利息收入降低 0.23 个百分点。受增加计提本期应收款减值准备的影响, 公司 Q1 资产减值损失 2.85 亿元, 较去年同期增加 2.90 亿元。公司 Q1 加速地产业务去化, 新签地产销售合约 127.225 亿元, 同比增长 73.85%; 本期开工面积 128.22 万平米, 同比增长 99.35%; 竣工面积 21.37 万平米, 同比大增 163.83%。

大量在手 PPP 有望改善盈利提升估值, 维持“增持”评级

2017 年 3 月末公司未完合同额达 1.99 万亿元, 是去年营收的 3.16 倍; 2017 年公司计划新签 13200 亿元, 实现营业收入 6430 亿元。我们预计公司 2017-19 年 EPS 为 1.17/1.33/1.50 元, 认可给予 17 年 14-16 xPE, 对应合理价格区间 16.38-18.72 元, 维持“增持”评级。

风险提示: 宏观经济波动、PPP 项目盈利下降、海外项目落地延迟等。

公司基本资料

总股本(百万股)	13,580
流通 A 股(百万股)	11,503
52 周内股价区间(元)	8.76-13.98
总市值(百万元)	179,114
总资产(百万元)	759,345
每股净资产(元)	9.66

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	600,539	629,327	668,019	706,618	745,814
+/-%	1.22	4.79	6.15	5.78	5.55
归属母公司净利润(百万元)	12,645	14,000	15,919	18,121	20,431
+/-%	7.76	10.71	13.71	13.83	12.75
EPS (元, 最新摊薄)	0.93	1.03	1.17	1.33	1.50
PE (倍)	14.16	12.79	11.25	9.88	8.77

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

公司订单情况概览

2017年1-3月，公司新签合同金额2616.085亿元，完成年度计划的19.82%，同比增长45.96%。按区域划分，其中国内新签2389.245亿元，占比91.33%，同比增长44.83%；海外新签226.840亿元，占比8.67%，同比增长59.06%。

按业务领域划分，其中工程承包板块新签合同2181.648亿元，占比83.39%，同比增长47.34%，除铁路工程新签合同同比减少52.88%外，其余均大幅增长75%以上。尤其是在与铁路关联度较强的轨交、市政（含地下综合管廊）市场，自2016年新签市政、轨交订单均首次突破千亿元后，2017年1-3月新签订单再次分别增长109%、86.72%。

此外，公司在非工程承包板块新签合同额434.437亿元，占比16.61%，同比增长39.42%。其中勘察设计咨询新签合同额58.423亿元，同比增长71.65%；工业制造新签合同额67.462亿元，同比增长34.57%；物流与物资贸易新签合同额175.058亿元，同比增长25.02%；房地产开发业务新签合同额127.225亿元，同比增长73.85%。造成房地产业务新签合同上升的主要原因是一季度一、二线城市的房地产销售仍然比较旺盛，公司按照国家房地产去库存的调控政策，加大盘活存量资产。

图表1: 2016年与2017Q1新签合同分类

业务分类	2017年1-3月			2016年1-12月		
	个数	金额(亿元)	Yoy (%)	个数	金额(亿元)	Yoy (%)
1. 工程承包	647	2181.648	47.34%	3517	10592.513	31.19%
(1) 铁路	109	215.778	-52.88%	713	2651.046	-11.54%
(2) 公路	95	603.775	75.59%	513	2618.516	42.72%
(3) 轨交	-	438.893	109.00%	-	1713.011	77.79%
(4) 房建	-	369.661	84.54%	-	1525.865	14.62%
(5) 市政	-	423.496	86.72%	-	1394.982	246.29%
(6) 水利水电	-	88.667	551.96%	-	186.435	-31.09%
(7) 机场码头	-	7.789	377.27%	-	103.943	0.08%
2. 勘察设计咨询	156	58.423	71.65%	645	125.119	10.28%
3. 工业制造	-	67.462	34.57%	-	199.623	21.52%
4. 房地产开发	-	127.225	73.85%	-	494.803	35.14%
5. 物流与物资贸易	-	175.058	25.02%	-	649.475	-12.84%
6. 其他业务	-	6.269	-55.96%	-	129.532	435.50%
合计	-	2616.085	45.96%	-	12191.065	28.49%

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

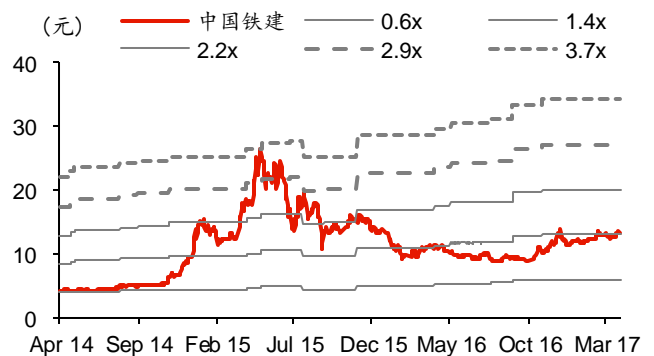
PE/PB - Bands

图表2: 中国铁建历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表3: 中国铁建历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	575,248	611,300	650,225	695,372	740,455
现金	121,934	128,702	144,543	160,315	177,495
应收账款	128,028	133,428	141,631	149,815	158,125
其他应收账款	40,180	45,626	48,431	51,230	54,072
预付账款	23,194	19,956	21,066	22,218	23,394
存货	245,591	265,781	276,434	293,404	308,725
其他流动资产	16,320	17,808	18,120	18,390	18,644
非流动资产	120,848	148,045	151,557	160,683	166,051
长期投资	4,158	7,936	7,936	7,936	7,936
固定资产投资	41,821	42,152	43,627	41,991	36,913
无形资产	35,865	45,680	55,128	64,565	73,988
其他非流动资产	39,004	52,277	44,866	46,191	47,213
资产总计	696,096	759,345	801,782	856,055	906,505
流动负债	483,879	490,999	514,907	539,464	559,493
短期借款	43,371	30,429	39,681	39,232	38,567
应付账款	225,976	261,466	276,010	291,105	306,515
其他流动负债	214,532	199,105	199,216	209,128	214,412
非流动负债	83,398	119,630	123,444	136,325	147,791
长期借款	47,398	69,032	80,168	91,628	102,691
其他非流动负债	36,000	50,597	43,276	44,698	45,100
负债合计	567,277	610,629	638,351	675,790	707,285
少数股东权益	17,154	17,529	18,497	19,599	20,841
股本	13,580	13,580	13,580	13,580	13,580
资本公积	40,394	40,430	40,430	40,430	40,430
留存公积	56,531	68,494	90,924	106,656	124,370
归属母公司股	111,665	131,187	144,934	160,666	178,380
负债和股东权益	696,096	759,345	801,782	856,055	906,505

现金流量表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	50,375	37,138	28,905	32,942	36,377
净利润	13,374	14,851	16,887	19,222	21,674
折旧摊销	11,117	12,200	12,890	16,491	20,187
财务费用	4,385	2,732	2,323	2,672	2,778
投资损失	(359.53)	(147.52)	(147.52)	(147.52)	(147.52)
营运资金变动	18,178	8,725	(5,782)	(5,475)	(7,833)
其他经营现金	3,681	(1,222)	2,735	179.34	(280.00)
投资活动现金	(24,336)	(26,273)	(21,328)	(24,627)	(24,607)
资本支出	(27,144)	(29,816)	15,000	15,000	15,000
长期投资	(3,327)	(6,573)	(3,340)	0.00	0.00
其他投资现金	(54,807)	(62,662)	(9,668)	(9,627)	(9,607)
筹资活动现金	(2,447)	(2,111)	8,264	7,457	5,410
短期借款	(2,220)	(12,942)	9,253	(449.50)	(664.98)
长期借款	(6,388)	21,634	11,135	11,460	11,064
普通股增加	1,242	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	5,950	35.97	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,030)	(10,839)	(12,124)	(3,553)	(4,989)
现金净增加额	23,713	9,063	15,841	15,772	17,180

利润表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	600,539	629,327	668,019	706,618	745,814
营业成本	531,756	571,378	603,161	636,147	669,822
营业税金及附加	18,016	8,144	10,020	10,599	11,187
营业费用	3,704	4,178	4,435	4,691	4,951
管理费用	22,836	24,090	25,571	27,048	28,549
财务费用	4,385	2,732	2,323	2,672	2,778
资产减值损失	3,565	600.13	1,769	1,759	1,711
公允价值变动收益	(27.50)	(222.42)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	359.53	147.52	147.52	147.52	147.52
营业利润	16,609	18,131	20,888	23,849	26,965
营业外收入	808.62	1,213	1,015	1,046	1,064
营业外支出	304.62	374.80	331.78	341.60	343.86
利润总额	17,113	18,970	21,571	24,554	27,685
所得税	3,739	4,119	4,684	5,331	6,011
净利润	13,374	14,851	16,887	19,222	21,674
少数股东损益	728.96	851.22	967.94	1,102	1,242
归属母公司净利润	12,645	14,000	15,919	18,121	20,431
EBITDA	32,111	33,063	36,100	43,012	49,929
EPS(元)	0.93	1.03	1.17	1.33	1.50

主要财务比率

会计年度(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	1.22	4.79	6.15	5.78	5.55
营业利润	11.03	9.17	15.20	14.18	13.07
归属母公司净利润	7.76	10.71	13.71	13.83	12.75
获利能力(%)					
毛利率	11.45	9.21	9.71	9.97	10.19
净利率	2.11	2.22	2.38	2.56	2.74
ROE	11.32	10.67	10.98	11.28	11.45
ROIC	11.99	11.32	11.25	11.88	12.47
偿债能力					
资产负债率(%)	81.49	80.42	79.62	78.94	78.02
净负债比率(%)	21.72	18.35	20.74	21.22	21.75
流动比率	1.19	1.25	1.26	1.29	1.32
速动比率	0.68	0.70	0.72	0.74	0.77
营运能力					
总资产周转率	0.91	0.86	0.86	0.85	0.85
应收账款周转率	4.84	4.71	4.74	4.74	4.73
应付账款周转率	2.46	2.34	2.24	2.24	2.24
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.93	1.03	1.17	1.33	1.50
每股经营现金流(最新摊薄)	3.71	2.73	2.13	2.43	2.68
每股净资产(最新摊薄)	8.22	9.66	10.67	11.83	13.14
估值比率					
PE(倍)	14.16	12.79	11.25	9.88	8.77
PB(倍)	1.60	1.37	1.24	1.11	1.00
EV_EBITDA(倍)	6.37	6.18	5.66	4.75	4.09

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 1063211166/传真：86 1063211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com