中国铁建(601186)/基础建设　　盈利稳健增长，订单大幅增长，估值显著偏低

评级：买入(维持)

市场价格：12.55

目标价格：17.4

分析师：夏天

执业证书编号：S0740517010001

电话：021-20315190

Email：xiatian@r.qlzq.com.cn

分析师：程龙戈

执业证书编号：S0740517080006

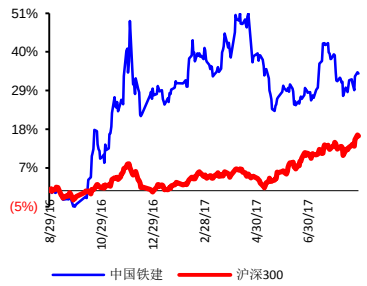
电话：021-20315190

Email：chenglg@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	13,580
流通股本(百万股)	13,580
市价(元)	12.55
市值(百万元)	170,423
流通市值(百万元)	170,423

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 新签订单持续加速，低估值极具吸引力

2 业绩稳健符合预期，新签订单增速创近年新高

3 新签订单增速创六年新高，估值洼地有望逐步修复

公司盈利预测及估值

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	600,539	629,327	670,233	703,745	737,525
增长率 yoy%	1.4%	4.8%	6.5%	5.0%	4.8%
净利润	12,645.5	13,999.6	15,735.0	17,855.0	20,041.5
增长率 yoy%	11.5%	10.7%	12.4%	13.5%	12.2%
每股收益（元）	0.93	1.03	1.16	1.31	1.48
每股现金流量	3.71	2.73	1.33	2.78	2.96
净资产收益率	11.3%	10.7%	11.7%	11.9%	12.0%
P/E	13.5	12.2	10.9	9.6	8.5
PEG	1.3	1.2	1.0	0.9	0.8
P/B	1.5	1.3	1.3	1.1	1.0

备注：

投资要点

- **业绩稳健增长，符合预期。**公司 2017 上半年营业收入 2889.61 亿元，同比增长 8.34%；归母净利润 65.23 亿元，同比增长 12.04%，公司上半年实现稳健增长。分季度看 Q1-Q2 单季收入分别增长 3.7%/12.05%，归母净利润分别增长 11.93%/12.12%。分区域看公司境内收入 2712.96 亿元，同比增长 7.62%，占总收入的 93.89%；境外收入 176.65 亿元，同比增长 20.63%，占总收入的 6.11%，比上年同期增加 0.62 个 pct。

- **营改增致毛利率有所下滑，财务费用率下降明显。**2017 年上半年公司毛利率 8.84%，较上年同期下降 1.4 个 pct，主要原因是实施“营改增”后工程承包业务毛利率下降，此外房地产业务毛利率也有所下滑。税金及附加占收入比下降 1.1 个 pct。三项费用率 5.3%，较上年同期下降 0.23 个 pct，其中销售/管理/财务费用率分别变动-0.03/+0.10/-0.30 个 pct，管理费用增加主要是研发费用与职工薪酬支出增加，财务费用降低主要是本期利息收入及汇兑收益同比增加所致。资产减值损失与投资收益较上年同期变化影响不大。营业外收入增加 2.78 亿元，主要因本期收到的政府补贴较多。净利率上升 0.07 个 pct，为 2.26%。公司经营性现金流净额-254.57 亿元，去年同期为-137.4 亿元。本期收现比/付现比分别为 103.48%/116.67%，较去年同期增加 2.55/9.75 个 pct，付现比明显增加是导致经营性现金流出增加的原因。

- **新签订单趋势强劲，在手订单充足。**公司公告 2017 年上半年新签合同总额 5517.01 亿元，同比增长 46.85%，趋势强劲，主要受益于基建稳增长及 PPP 项目加快落地。分版块来看工程承包合同同比增长 51.60%，其中铁路/公路/市政/房建/轨交同比增长-41.9%/107.4%/142.8%/27.8%/134.7%。公路、市政与轨交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/物流与物资贸易分别增长 6.5%/18.4%/68.6%/18.7%。分地域看国内业务新签合同额 5066 亿元，占新签合同额的 91.83%，同比增长 44.81%；海外业务新签合同额 451 亿元，占比 8.17%，同比增长 74.56%。截至 2017 年 6 月 30 日，在执行未完工订单为 20522 亿元，同比增长 12.00%，约是 2016 年收入的 3.3 倍，为业绩增长提供坚实订单基础。

- **PPP 叠加一带一路，央企基建龙头有望显著受益。**公司作为央企基建龙头企业，在 PPP 与一带一路战略推进下优势明显。2016 年公司投融资经营新签项目合同额达 2999 亿元，占新签合同总额的 24.6%，在建筑央企中保持领先地位，今年上半年 PPP 驱动公路、市政、轨交等订单翻倍增长。凭借雄厚实力，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。截止至 2017 年 6 月 30 日，公司在手海外订单 4109.5 亿元，占未完合同总额的 20%，是 2016 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。**从市盈率角度看，公司目前估值不仅低于可比同业公司中国中铁，也低于其他基建央企 PE 平均 14 倍的水平。从市净率考虑，公司当前 PB 仅 1.29 倍，也为建筑板块最低之一。

- **投资建议：**我们预测公司 2017-2019 年归母净利润分别为 157/179/200 亿元，对应 EPS 分别为 1.16/1.31/1.48 元，当前股价对应 PE 为 11/10/9 倍，给予目标价 17.4 元（对应 2017 年 PE15 倍），买入评级。

- **风险提示：PPP 落地不达预期风险，海外经营风险，订单转化进度低于预期风险。**

图表 1：公司财务分析表格

单位：百万元	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2016 上半年	2017 上半年
营业收入	586,790	591,968	600,539	629,327	266,727	288,961
营业成本	527,248	527,730	531,756	571,378	239,399	263,410
毛利率	10.15%	10.85%	11.45%	9.21%	10.25%	8.84%
销售费用	2,509	3,252	3,704	4,178	1,796	1,860
销售费用率	0.43%	0.55%	0.62%	0.66%	0.67%	0.64%
管理费用	22,720	22,845	22,836	24,090	10,931	12,132
管理费用率	3.87%	3.86%	3.80%	3.83%	4.10%	4.20%
财务费用	3,749	4,290	4,385	2,732	2,034	1,329
财务费用率	0.64%	0.72%	0.73%	0.43%	0.76%	0.46%
三项费用率	4.94%	5.13%	5.15%	4.93%	5.53%	5.30%
资产减值损失	1,431	1,583	3,565	600	274	279
投资收益	-22	83	360	148	87	107
营业外收入	966	829	809	1,213	259	537
营业外支出	210	257	305	375	211	212
税前利润	13,040	14,952	17,113	18,970	7,766	8,765
所得税	2,600	3,381	3,739	4,119	1,567	1,845
所得税率	19.94%	22.61%	21.85%	21.71%	20.18%	21.05%
少数股东权益占比	0.91%	1.97%	5.45%	5.73%	6.08%	5.73%
归母净利润	10,345	11,343	12,645	14,000	5,822	6,523
净利率	1.76%	1.92%	2.11%	2.22%	2.18%	2.26%
摊薄 EPS（元）	0.7618	0.8353	0.9312	1.0309	0.4287	0.4804
经营性现金流净额	-9,314	6,583	50,375	37,138	-13,740	-25,457
收现比	94.52%	98.77%	96.72%	100.78%	100.93%	103.48%
付现比	101.94%	104.43%	97.50%	98.95%	107.10%	116.67%

来源：Wind，中泰证券研究所

图表2：公司财务报表预测（百万元）

利润表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	**600,538.7**	**629,327.1**	**670,233.4**	**703,745.0**	**737,524.8**	**成长性**					
减:营业成本	531,756.3	571,377.5	608,571.9	638,296.7	668,197.5	营业收入增长率	1.4%	4.8%	6.5%	5.0%	4.8%
营业税费	18,016.5	8,144.2	6,032.1	3,518.7	2,950.1	营业利润增长率	15.5%	9.2%	8.1%	13.8%	12.4%
销售费用	3,703.7	4,177.7	4,289.5	4,505.3	4,779.2	净利润增长率	11.5%	10.7%	12.4%	13.5%	12.2%
管理费用	22,835.6	24,089.6	26,809.3	28,149.8	29,501.0	EBITDA增长率	9.7%	3.0%	8.0%	16.7%	9.8%
财务费用	4,385.0	2,731.7	3,778.8	5,629.5	5,549.1	EBIT增长率	12.4%	-0.6%	12.0%	19.5%	9.6%
资产减值损失	3,564.6	600.1	1,200.0	1,600.0	1,700.0	NOPLAT增长率	13.6%	-0.5%	11.6%	19.5%	9.6%
加:公允价值变动收益	-27.5	-222.4	-106.0	35.7	11.5	投资资本增长率	0.6%	4.2%	15.4%	-7.6%	-8.3%
投资和汇兑收益	359.5	147.5	150.0	219.0	200.0	净资产增长率	25.2%	15.4%	2.5%	10.3%	10.0%
营业利润	**16,609.0**	**18,131.3**	**19,595.7**	**22,299.8**	**25,059.4**	**利润率**					
加:营业外净收支	504.0	838.2	638.0	660.1	712.1	毛利率	11.5%	9.2%	9.2%	9.3%	9.4%
利润总额	**17,113.0**	**18,969.6**	**20,233.7**	**22,959.9**	**25,771.5**	营业利润率	2.8%	2.9%	2.9%	3.2%	3.4%
减:所得税	3,738.6	4,118.7	4,451.4	5,051.2	5,669.7	净利润率	2.1%	2.2%	2.3%	2.5%	2.7%
净利润	**12,645.5**	**13,999.6**	**15,735.0**	**17,855.0**	**20,041.5**	EBITDA/营业收入	5.3%	5.3%	5.3%	5.9%	6.2%
资产负债表	**2015**	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**	EBIT/营业收入	3.5%	3.3%	3.5%	4.0%	4.2%
货币资金	121,934.0	128,702.0	134,046.7	140,749.0	147,505.0	**运营效率**					
交易性金融资产	218.4	323.4	217.3	253.1	264.6	固定资产周转天数	25	24	19	13	9
应收帐款	168,208.4	179,053.9	189,574.4	193,166.6	211,405.8	流动营业资本周转天数	26	17	18	22	20
应收票据	2,493.6	4,350.6	2,486.5	4,563.6	3,080.7	流动资产周转天数	328	339	338	336	336
预付帐款	23,194.4	19,955.6	30,758.7	23,371.5	30,898.7	应收帐款周转天数	95	99	99	98	99
存货	245,591.1	265,780.7	275,172.1	293,049.5	302,556.1	存货周转天数	141	146	145	145	145
其他流动资产	13,608.2	13,134.2	13,398.4	13,380.2	13,304.3	总资产周转天数	394	416	415	406	399
可供出售金融资产	6,546.4	6,554.8	5,637.9	6,246.4	6,146.4	投资资本周转天数	68	66	68	67	59
持有至到期投资	1.3	0.0	0.9	0.7	0.5	**投资回报率**					
长期股权投资	4,157.8	7,936.4	7,936.4	7,936.4	7,936.4	ROE	11.3%	10.7%	11.7%	11.9%	12.0%
投资性房地产	-	3,340.0	3,340.0	3,340.0	3,340.0	ROA	1.9%	2.0%	2.0%	2.2%	2.4%
固定资产	41,820.7	42,151.6	30,387.6	22,217.2	12,640.2	ROIC	14.6%	14.4%	15.4%	16.0%	19.0%
在建工程	3,183.4	3,083.4	3,083.4	3,083.4	3,083.4	**费用率**					
无形资产	35,865.2	45,679.5	57,426.4	56,873.2	56,320.0	销售费用率	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
其他非流动资产	29,273.4	35,332.9	30,884.2	31,773.8	32,500.5	管理费用率	3.8%	3.8%	4.0%	4.0%	4.0%
资产总额	**696,096.3**	**759,345.0**	**785,672.9**	**801,767.3**	**833,332.9**	财务费用率	0.7%	0.4%	0.6%	0.8%	0.8%
短期债务	43,370.9	30,428.5	45,615.5	51,987.7	62,027.8	三费/营业收入	5.1%	4.9%	5.2%	5.4%	5.4%
应付帐款	271,410.4	310,337.8	313,822.7	327,784.9	351,315.8	**偿债能力**					
应付票据	26,279.1	28,511.5	26,095.8	32,458.0	29,318.3	资产负债率	81.5%	80.4%	80.6%	79.0%	77.8%
其他流动负债	142,818.8	121,721.6	141,473.0	138,380.9	149,066.8	负债权益比	440.4%	410.6%	415.6%	377.1%	350.7%
长期借款	47,398.4	69,032.4	66,468.2	40,953.9	12,520.3	流动比率	1.19	1.25	1.23	1.21	1.20
其他非流动负债	35,999.6	50,597.3	39,816.6	42,137.8	44,183.9	速动比率	0.68	0.70	0.70	0.68	0.69
负债总额	**567,277.2**	**610,629.0**	**633,291.7**	**633,703.2**	**648,433.0**	利息保障倍数	4.79	7.64	6.19	4.96	5.52
少数股东权益	**17,154.2**	**17,528.9**	**17,573.9**	**17,626.7**	**17,685.7**	**分红指标**					
股本	13,579.5	13,579.5	13,579.5	13,579.5	13,579.5	DPS(元)	0.15	0.16	0.19	0.21	0.23
留存收益	96,925.7	108,924.4	121,227.8	136,857.7	153,634.6	分红比率	16.1%	15.5%	16.0%	15.9%	15.8%
股东权益	**128,819.2**	**148,716.0**	**152,381.2**	**168,064.0**	**184,899.9**	股息收益率	1.2%	1.3%	1.5%	1.7%	1.9%
现金流量表	**2015**	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**	**业绩和估值指标**	**2015**	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
净利润	13,374.4	14,850.8	15,735.0	17,855.0	20,041.5	EPS(元)	0.93	1.03	1.16	1.31	1.48
加:折旧和摊销	11,116.9	12,199.5	12,317.1	13,723.6	15,130.1	BVPS(元)	8.22	9.66	9.93	11.08	12.31
资产减值准备	3,564.6	600.1	-	-	-	PE(X)	13.5	12.2	10.9	9.6	8.5
公允价值变动损失	27.5	222.4	-106.0	35.7	11.5	PB(X)	1.5	1.3	1.3	1.1	1.0
财务费用	3,732.2	2,049.0	3,778.8	5,629.5	5,549.1	P/FCF	12.1	14.3	15.4	16.4	15.7
投资收益	-359.5	-147.5	-150.0	-219.0	-200.0	P/S	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
少数股东损益	729.0	851.2	47.3	53.7	60.3	EV/EBITDA	5.8	4.5	4.8	3.5	2.6
营运资金的变动	23,198.5	-11,902.0	-13,556.5	619.5	-405.6	CAGR(%)	10.2%	10.6%	10.9%	10.2%	10.6%
经营活动产生现金	**50,375.1**	**37,137.6**	**18,065.7**	**37,698.0**	**40,187.0**	PEG	1.3	1.2	1.0	0.9	0.8
投资活动产生现金	**-24,336.3**	**-26,272.6**	**-10,156.9**	**-5,481.3**	**-4,997.5**	ROIC/WACC	1.9	1.9	2.0	2.1	2.5
融资活动产生现金	**-2,446.7**	**-2,111.3**	**-2,564.2**	**-25,514.3**	**-28,433.6**	REP	0.9	0.7	0.6	0.6	0.4

来源：Wind，中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

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。