

公司研究/中报点评

2017年08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): 12.55  
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

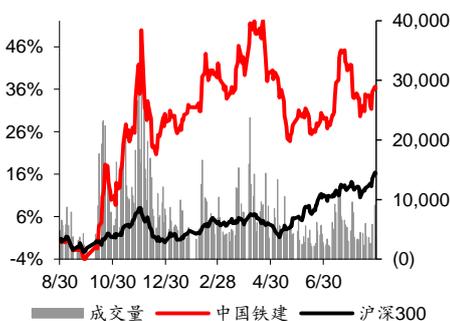
**王德彬** 执业证书编号: S0570516090001  
研究员 010-56793964  
wangdebing@htsc.com

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

相关研究

- 1 《中国铁建(601186,增持): 轨交市政突出, 业绩增速有望提升》2017.04
- 2 《中国铁建(601186,增持): 新签订单创新高, 业绩估值有望双升》2017.03
- 3 《中国铁建(601186.SH): 国内业务结构优化, 海外业绩高度锁定》2016.08

股价走势图



资料来源: Wind

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)	8.94-14.19
总市值 (百万元)	170,423
总资产 (百万元)	774,765
每股净资产 (元)	9.87

资料来源: 公司公告

业绩/订单提速增长, 国改/带路可期

中国铁建(601186)

事件

公司 8 月 29 日晚公布 2017 年半年报, 上半年实现营收 2889.61 亿元, YoY+8.34%, 归母净利润 65.23 亿元, YoY+12.04%, 符合我们预期。2017H1 公司经营性现金流有所恶化, 净流出增加 117 亿元。上半年公司新签合同额 4547 亿元, 同比增长 46.85%, 其中工程合同增长 51.6%。

收入/业绩增速过去三年同期最高, 设计/房地产业务增速居前

公司上半年收入与归母净利增速均为过往三年的最高水平, 我们判断与公司去年开始接单速度加快, 且今年以来公路/轨交投资落地提速有关。公司 H1 扣非净利增速 4.48%, 大幅低于归母净利增速, 主要系政府补贴与金融资产收益增加较多所致。工程承包作为公司最主要业务, H1 营收增速 8.02%, 同比大幅提升 6.93pct, 营收占比 87.41%, 保持基本稳定。设计勘察业务收入增速 22.89%, 同比提升 10pct, 前端业务高增长有望带动施工业务增速继续上行。H1 房地产业务实现销售额 350.95 亿元, 增长 68.6%, 营收增长 19.7%, 地产去化战略成效显著。

毛利率下降, 净利率微升, 现金流出大幅增加

2017H1 公司综合毛利率 8.84%, 同比下降 1.41pct, 除勘察设计和工业制造外, 公司其他业务毛利率均有所下降, 其中施工业务受营改增影响下降 1.46pct, 房地产业务下降 5.2pct。H1 公司净利率微升 0.07pct 至 2.39%, 主要系税金和财务费用收入占比合计下降 1.4pct, 公司其他成本占收入比重基本保持稳定。H1 公司 CFO/CFI 净流出量大幅增加 85%/67%, CFO 恶化主要系工程成本及投标保证金支出增加, CFI 净流出增加主要系 PPP 项目投资本金增加及去年同期投资回收款项较多所致。我们认为公司现金流出大幅增加, 一定程度反映了在手订单的加速转化。

新签订单高速增长 / 结构改善, 在手订单对业绩增长保障度高

H1 公司新签订单 5517 亿元, 同比增长 46.85%, 其中工程承包订单增长 51.6%, 公路、轨交和市政类订单增速均超过 100%, 合计占新签工程订单比重超过 63%, 铁路订单仅占 12%。由于铁路订单毛利率低且转化周期相对较长, 我们预计非铁路订单比重上升对公司业绩与盈利能力将产生积极影响。6 月末公司在手订单 2.05 万亿元, 是 2016 年收入的 3.25 倍, 订单保障倍数较高。H1 公司海外订单增速 74.6%, 未来有望受益带路政策加速推进。铁总今年预计将推进 30 个以上重点项目招标, 上半年完成比例不足 20%, 下半年可能集中放标预计也将对公司铁路订单增速产生提振作用。

有望受益铁路领域国改与带路项目提速, 维持“增持”评级

铁路作为国务院确定的 7 个混改重点领域之一, 铁总已着手加速混改, 公司未来有望受益领域内国改提速。公司也有望受益金砖峰会对带路沿线项目的促进作用。我们预计公司 17-19 年 EPS1.17/1.33/1.50 元, 认可给予 17 年 14-16xPE, 对应合理价格区间 16.38-18.72 元, 维持“增持”评级。

风险提示: 公司订单转化速度不及预期, 公司国改进度不及预期。

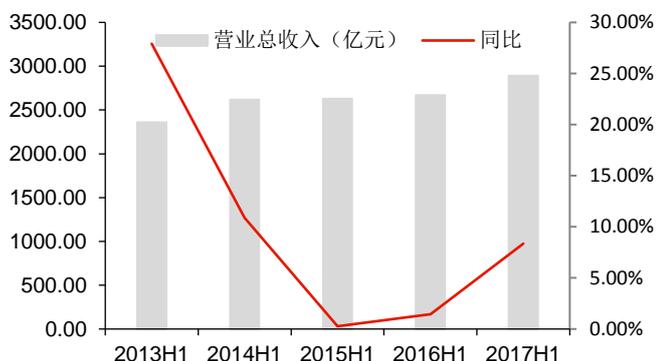
经营预测指标与估值

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

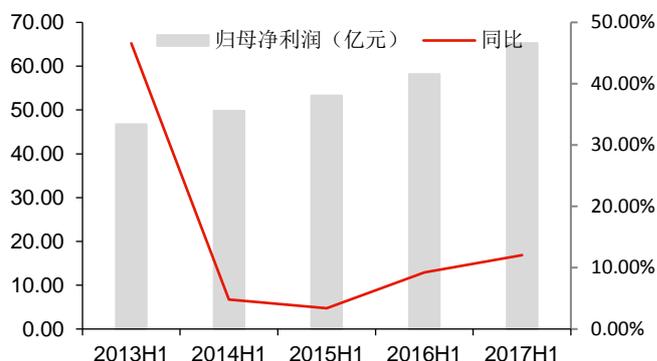
## 公司过往经营情况

图表1: 公司营收及同比增速



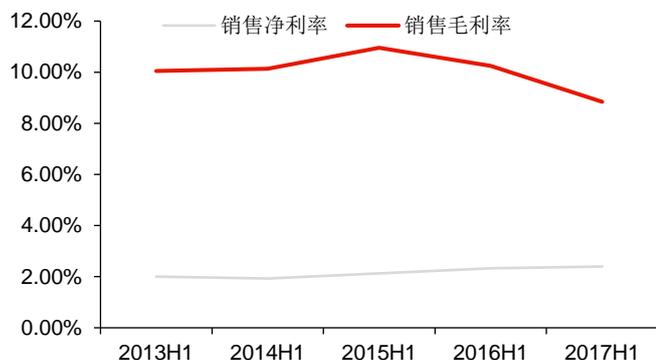
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 公司归母净利润及同比增速



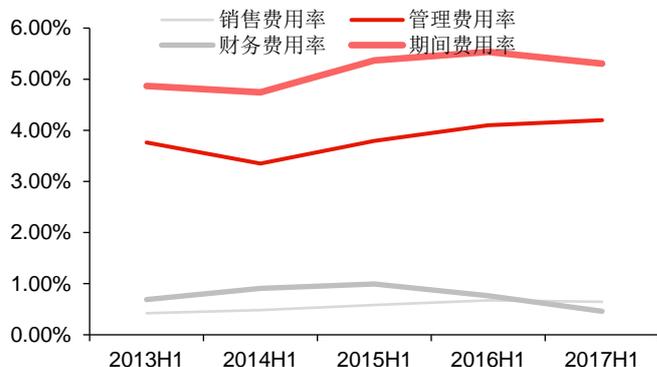
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 公司盈利能力



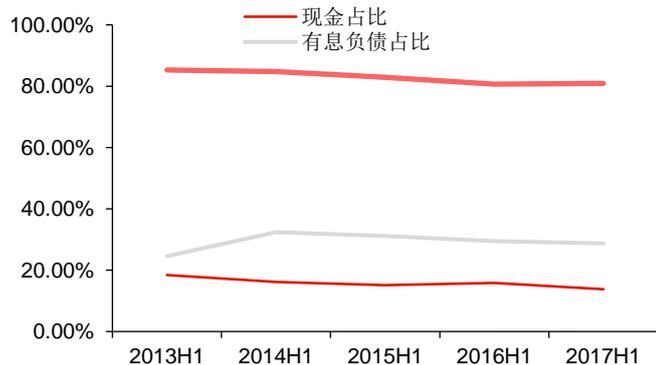
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: 公司各项费用率



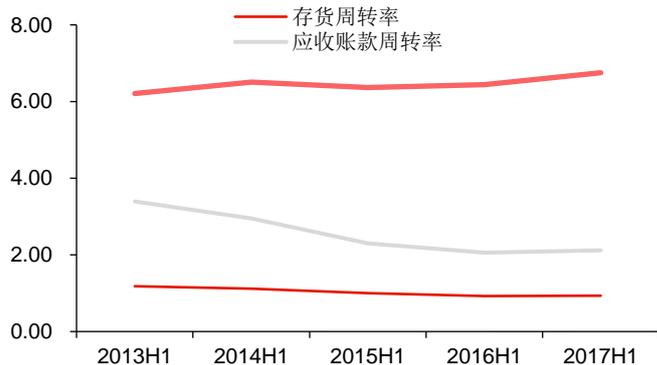
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5: 公司资本结构指标



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 公司各项周转指标



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

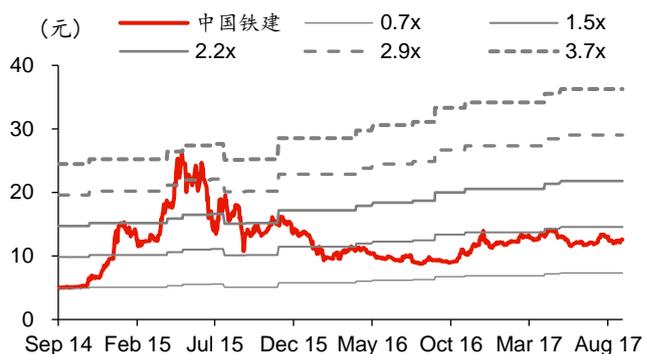
**PE/PB-Bands**

图表7: 中国铁建历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表8: 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：A0K809

©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 10 63211166/传真：86 10 63211275

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