



中国铁建(601186.SH)

# 【粤开证券公司点评】中国铁建(601186): 分拆上市或拉开央企资产重估序幕

2019年12月19日

事项:

## 买入(维持)

当前价: 9.93 元

目标价: 元

### 分析师: 刘萍

执业编号: S0300517100001

电话: 0755-83331495

邮箱: liuping\_bf@y kzq.com

### 相关研究

《中国铁建(601186)\_【联讯建筑公司点评】中国铁建(601186): 毛利率提升显著, 有相对收益机会》2018-08-31

《中国铁建(601186)\_【联讯建筑公司点评】中国铁建(601186): 海外订单高增长, 高质量发展见成效》

2019-03-31

《中国铁建(601186)\_【联讯建筑中报点评】中国铁建(601186): 营收利润齐头并进, 上半年利润增长领跑央企》

2019-09-01

公司拟分拆旗下装备业务铁建重工至科创板上市。

### 评论:

#### ◇ 铁建重工是公司旗下优质资产

中国铁建旗下有两大装备制造平台, 分别是铁建重工和铁建装备, 铁建重工的主营业务为掘进机装备、轨道交通设备和特种专业装备的设计、研发、制造和销售; 而铁建装备主要从事大型养路机械相关业务。

截止 2019 年 9 月 30 日, 铁建重工总资产约 163 亿, 净资产 68.1 亿, 净利润 9.3 亿, 2016-2018 年, 铁建重工净利润分别为 9.6、13.1 和 16.4 亿, 保持了较好的成长性。

根据铁建重工官网的信息, 公司成立于 2007 年, 从零起步打造了轨道系统、掘进机、隧道装备等三大成熟产业板块, 并积极布局新型交通装备、高端农机、绿色建材装备、煤矿装备、新型工程材料等多个新兴产业板块。集团坚持只开发能够填补国内外空白的产品, 且产品市场占有率和科技水平必须处于国内行业前三名的原则。

#### ◇ 铁建重工分拆上市有利于中国铁建的价值发现

本次分拆完成后, 从业绩提升角度, 铁建重工的发展与创新将进一步提速, 其业绩的增长将同步反映到公司的整体业绩中, 进而提升公司的盈利水平和稳健性;

从价值发现角度, 铁建重工分拆上市有助于其内在价值的充分释放, 公司所持有的铁建重工权益价值有望进一步提升, 流动性也将显著改善;

从结构优化角度, 铁建重工分拆上市有助于进一步拓宽融资渠道, 提高公司整体融资效率, 降低整体资产负债率, 增强公司的综合实力。

#### ◇ 近期建筑央企资本运作速度加快, 我们认为对于央企 PB 的重估才刚刚开始

随着国企改革的深入, 我们观察到央企的资本运作有加速的趋势, 后续主要在两个方面, 一是通过债转股降低杠杆率, 中国铁建也于同期披露了 110 亿元的债转股计划, 此前中国中铁已经完成了约 117 亿元的债转股;

另一个重点就是分拆上市, 铁建此次分拆铁建重工上市仅只是开始, 后续铁建装备等业务板块不排除继续分拆上市;

而中铁旗下的中铁重工已经借壳中铁二局实现分拆上市, 中铁还控股了恒通科技, 预计后续将作为其装配式建筑的发展平台。

我们认为随着杠杆率的下降, 经营效率的提升, 以及优质资产的重估, 建筑央企的资产价值将被市场重新认识, 目前几家央企 PB 均不到 1 倍, 我们认为存在低估

#### ◇ 重申“买入”评级



我们预计公司 2019 年-2021 年, 公司营业收入分别为 8261 亿元、9189 亿元、10056 亿元, 同比分别增加 13.1%、11.2%、9.4%; 归母净利润分别为 199.1 亿元、219.1 亿元、239.1 亿元, 同比分别增加 11.0%、10.1%、9.1%。预计 2019 年-2021 年 EPS 分别为 1.47 元/股、1.61 元/股和 1.76 元/股, 对应的 PE 分别为 7/6/6x, 公司在交通基建领域绝对龙头的地位已经奠定, 是未来行业集中度提升的受益者, 目前估值位于历史底部, 我们认为无论是稳基建投资政策还是分拆上市, 以及国企改革的持续深入, 都利于公司估值提升, 重申“买入”评级。

#### ◇ 风险提示

分拆上市不确定性;

宏观政策方向变动。



图表1： 附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	143802	150275	152259	154425	营业收入	730123	826083	918935	1005638
应收款项	172637	196902	219034	239700	营业成本	658711	745688	830398	909579
存货净额	159891	183483	204206	223571	营业税金及附加	4806	5452	6065	6637
其他流动资产	159766	173477	192976	211184	销售费用	4431	4956	5514	6034
流动资产合计	650277	718319	782656	843061	管理费用	17236	36853	40520	43945
固定资产	54729	67129	78207	88007	财务费用	5538	5610	5904	6155
无形资产及其他	50667	46445	42223	38000	投资收益	1401	400	200	200
投资性房地产	133019	133019	133019	133019	资产减值及公允价值变动	(406)	(537)	(597)	(654)
长期股权投资	28979	40079	51179	62279	其他收入	(15075)	0	0	0
资产总计	917671	1004990	1087283	1164365	营业利润	25322	27386	30137	32834
短期借款及交易性金融负债	81320	80000	80000	80000	营业外净收支	(217)	415	409	406
应付款项	334707	377160	419756	459562	利润总额	25105	27801	30546	33240
其他流动负债	181315	211062	234894	257164	所得税费用	5267	5838	6415	6980
流动负债合计	597342	668222	734651	796726	少数股东损益	1903	2055	2220	2353
长期借款及应付债券	107299	107299	107299	107299	归属于母公司净利润	17935	19907	21911	23906
其他长期负债	5695	5695	5695	5695					
长期负债合计	112993	112993	112993	112993	现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
负债合计	710336	781215	847644	909719	净利润	17935	19907	21911	23906
少数股东权益	37445	37959	36294	32176	资产减值准备	(4290)	48	30	33
股东权益	169890	185816	203345	222470	折旧摊销	13820	11237	12517	13736
负债和股东权益总计	917671	1004990	1087283	1164365	公允价值变动损失	406	537	597	654
					财务费用	5538	5610	5904	6155
关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E	营运资本变动	(33190)	10680	4105	3869
每股收益	1.32	1.47	1.61	1.76	其它	4696	465	(1695)	(4150)
每股红利	1.04	0.29	0.32	0.35	经营活动现金流	(623)	42875	37466	38047
每股净资产	12.51	13.68	14.97	16.38	资本开支	(13361)	(20000)	(20000)	(20000)
ROIC	11%	8%	9%	10%	其它投资现金流	(5100)	0	0	0
ROE	11%	11%	11%	11%	投资活动现金流	(29570)	(31100)	(31100)	(31100)
毛利率	10%	10%	10%	10%	权益性融资	14946	0	0	0
EBIT Margin	6%	4%	4%	4%	负债净变化	11014	0	0	0
EBITDA Margin	8%	5%	5%	5%	支付股利、利息	(14106)	(3981)	(4382)	(4781)
收入增长	7%	13%	11%	9%	其它融资现金流	24027	(1320)	0	0
净利润增长率	12%	11%	10%	9%	融资活动现金流	32788	(5301)	(4382)	(4781)
资产负债率	81%	82%	81%	81%	现金净变动	2595	6474	1984	2166
息率	10.5%	3.0%	3.2%	3.5%	货币资金的期初余额	141206	143802	150275	152259
P/E	7.5	6.8	6.2	5.6	货币资金的期末余额	143802	150275	152259	154425
P/B	0.8	0.7	0.7	0.6	企业自由现金流	2780	28092	25409	28765
EV/EBITDA	14.4	20.6	20.1	19.6	权益自由现金流	37821	22340	20744	23902

资料来源：公司财务报告、粤开证券研究院



## 分析师简介

刘萍，西安交通大学硕士，2017年10月加入粤开证券研究院，现任建筑建材行业首席分析师。证书编号：S0300517100001。

## 研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@ykzq.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@ykzq.com

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



## 免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层

传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼粤开证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.ykzq.com](http://www.ykzq.com)