

2017年1月12日

何敏亮

C0070@capital.com.tw

目标价(元)

13.5

中国铁建(601186.SH)

Buy 买入

PPP、海外订单饱满，毛利率上升，预计未来业绩稳定增长

结论与建议：

中国铁建 PPP 订单饱满，资产证券化推进或将受益；受益“一带一路”海外业务拓展良好；同口径毛利率稳步上升，公司未来业绩有望持续稳步增长。预计公司 2016、2017、2018 年全年净利润分别同比增长 12.47%、11.17%、9.64%，当前 A 股股价对应 P/E 为 11 倍、10 倍和 9 倍，当前 H 股股价对应 P/E 为 9 倍、8 倍和 7 倍，公司估值较低，给予买入的投资建议。

公司基本资讯

产业别	建筑装饰		
A 股价(2017/1/12)	11.75		
上证指数(2017/1/12)	3112.76		
股价 12 个月高/低	14/8.72		
总发行股数(百万)	13579.54		
A 股数(百万)	11503.25		
A 市值(亿元)	1351.63		
主要股东	中国铁道建筑总公司(55.73%)		
每股净值(元)	8.71		
股价/账面净值	1.35		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	2.7	6.9	7.4

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

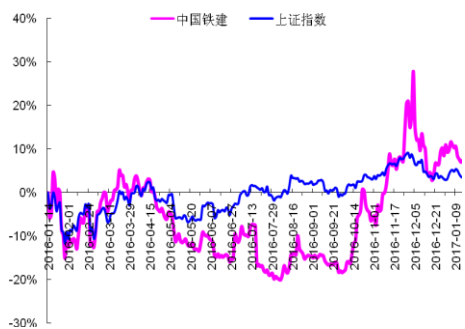
产品组合

房地产	2.83%
工程承包	87.67%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	0.6%
一般法人	68.1%

股价相对大盘走势



■ 作为央企，中国铁建在承接订单、资金实力等方面具有天然优势，随着 PPP 项目落地持续增长，PPP 业务迎来机遇，根据公告，2016 年公司承接 PPP 项目 15 个，业务涉及铁路城轨、高速公路、河道机场等领域，订单总额高达 1556.46 亿元。2017/1/9，PPP 项目资产证券化座谈会召开，推动传统基础设施 PPP 项目进行证券化融资，资产证券化能为 PPP 项目提供退出管道，鼓励、吸引社会资本进一步参与 PPP 专案，同时拓宽后续融资管道，对于持续推进 PPP 项目意义较大。

■ 中国铁建在“一带一路”的政策下加快拓展海外市场，可以看到公司最近几年的海外收入增速明显快于国内，同时也推动了毛利率的稳步增长。铁建在 2016 年前 3 季度累计新签海外合同 446 亿元，虽然较去年同期出现了 28% 的下滑，不过由于在前两年公司积累了大量的海外订单，2016H1 公司完成海外业务收入 146.44 亿元，而截至 2016/6/30 公司在手海外订单仍有多达 3629.48 亿元，是海外收入的 25 倍，因此我们预计未来铁建海外业务收入仍能保持较快增速。

■ 中国铁建是我国最大的工程承包商之一，工程承包业务占总收入比例接近 9 成，其中约 8 成来自铁路、公路、水路工程，因此，国家交通固定资产投资额是保证公司国内业务订单量的基石。2016 年全国完成铁路固定资产投资额 8015 亿元，同比小幅减少 2.7%；公路水路方面，2017 年计划完成公路水路固定资产投资额 1.8 万亿元，不过根据以往经验估计会超额完成目标。我们预计未来我国交通固定资产投资总额将保持平稳，因此 PPP 项目和海外业务的拓展成为公司未来业绩增长的关键。

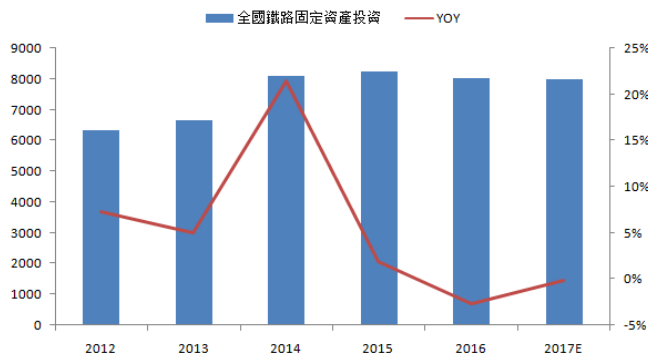
■ 铁建 2016 年前 3 季度实现营业收入 4238.85 亿元，同比增长 2.62%，其中境外业务收入 YOY 高达 19.51%，而境内收入增速几乎为零。剔除营改增影响的同口径毛利率同比增长 0.33 个百分点。实现归母净利润 91.23 亿元，同比增长 12.43%。分季度看，第 3 季度公司营收 YOY+4.66%；归母净利润 YOY+18.59%。业绩增长的主要原因是前两年订单增长较快，传导至今年推动收入上升。而 2016 年铁建订单增长进一步提速，公司 2016 前 3 季度累计新签合同 6790.33 亿元，同比增长 22.04%，截止 2016/9/30 在手订单 18458.38 亿元，同比增长 7.29%。

■ 预计中国铁建 2016、2017 和 2018 年分别实现净利润 142.22 亿元 (YoY+12.47%, EPS 为 1.047 元)、158.11 亿元 (YoY+11.17%, EPS 为 1.164 元) 和 173.35 亿元 (YoY+9.64%, EPS 为 1.277 元)；当前 A 股股价对应 P/E 为 11 倍、10 倍和 9 倍，当前 H 股股价对应 P/E 为 9 倍、8 倍和 7 倍，公司估值较低，属于国企混改、一带一路、PPP 资产证券化等题材热点股，在资产荒的背景下是不错的标的，给予买入的投资建议。

■ 风险提示：交通投资大幅下滑，PPP 项目经营风险，海外项目工程风险。
..... 接续下页

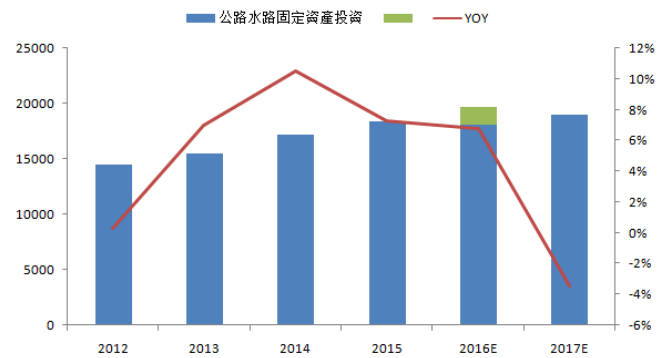
年度截止 12 月 31 日		2013	2014	2015	2016F	2017F	2018F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	10,344	11,343	12,645	14,222	15,811	17,335
同比增减	%	19.88%	9.65%	11.48%	12.47%	11.17%	9.64%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.84	0.92	0.93	1.05	1.16	1.28
同比增减	%	19.88%	9.65%	1.28%	12.47%	11.17%	9.64%
A 股市盈率 (P/E)	倍	5.59	16.60	14.48	11.18	10.06	9.17
股利 (DPS)	RMB 元	0.13	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15
股息率 (Yield)	%	2.77%	0.98%	1.11%	1.28%	1.28%	1.28%

图 1: 铁路固定资产投资 (单位: 亿元)



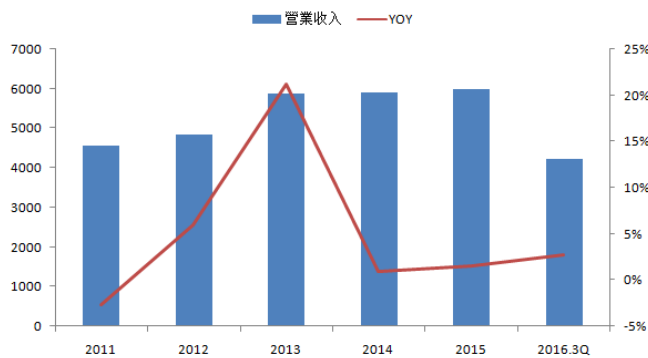
数据来源: 公司公告, 群益证券整理

图 2: 公路水路固定资产投资 (单位: 亿元)



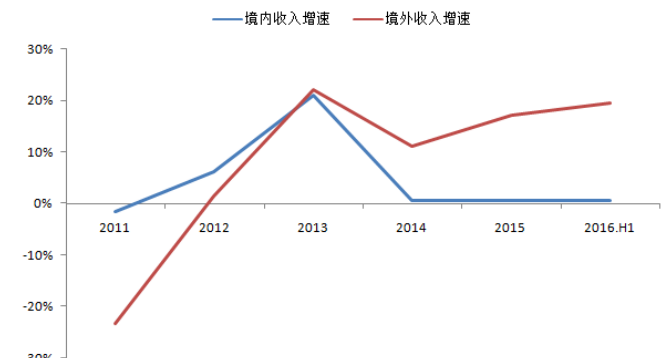
数据来源: 公司公告, 群益证券整理

图 3: 营业收入 (单位: 亿元)



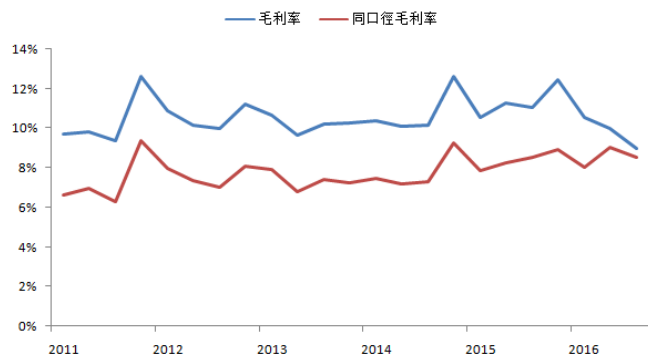
数据来源: 公司公告, 群益证券整理

图 4: 境内境外收入增速



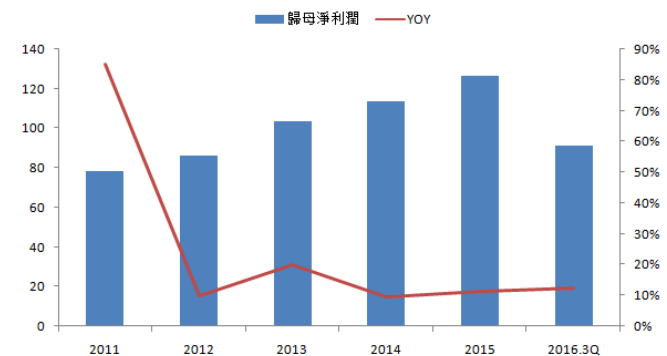
数据来源: 公司公告, 群益证券整理

图 5: 同口径毛利率



数据来源: 公司公告, 群益证券整理

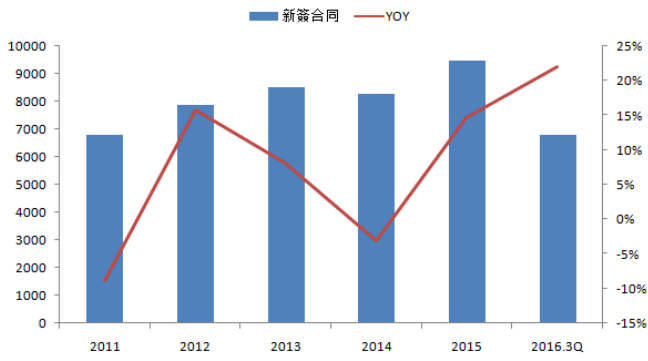
图 6: 归母净利润 (单位: 亿元)



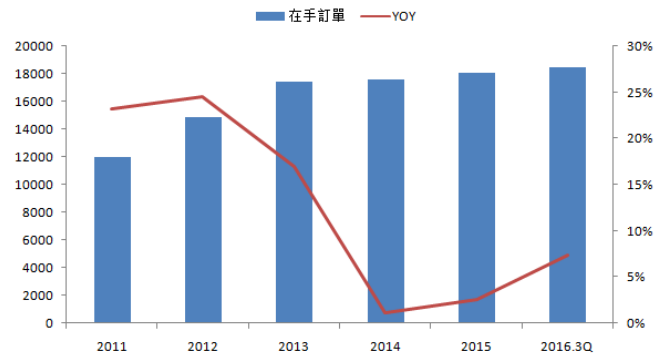
数据来源: 公司公告, 群益证券整理

图 7: 新签合同 (单位: 亿元)

图 8: 在手订单 (单位: 亿元)

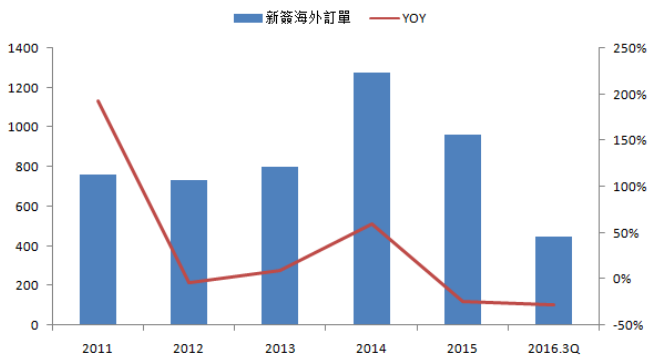


数据来源:公司公告, 群益证券整理



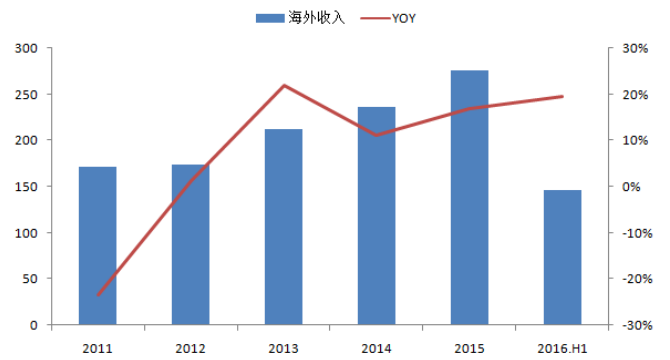
数据来源:公司公告, 群益证券整理

图 9: 新签海外订单 (单位: 亿元)



数据来源:公司公告, 群益证券整理

图 10: 海外业务收入 (单位: 亿元)



数据来源:公司公告, 群益证券整理

表 1:2016 年中国铁建 PPP 项目中标情况

公告日期	项目名称	中标金额(亿元)	占 2015 年营收
2016/1/1	福州火车北站南广场综合改造专案 PPP 投资合作人招标专案	20.88	0.35%
2016/1/21	徐州市城市轨道交通 2 号线一期工程 PPP 专案	169.79	2.83%
2016/5/6	厦门翔安新机场片区地下综合管廊 PPP 专案	14.77	0.25%
2016/5/25	宁夏石嘴山至固原城际铁路（吴忠至中卫段）PPP 项目	136.15	2.27%
2016/5/25	昆明轨道交通 5 号线 PPP 专案	213.51	3.56%
2016/6/30	乌鲁木齐市轨道交通 2 号线一期 PPP 专案	162	2.70%
2016/7/14	太原市晋源东区综合管廊工程（PPP 专案）	8.9	0.15%
2016/9/30	南京市江北新区综合管廊二期工程 PPP 专案	43.19	0.72%
2016/10/13	江西新建长埭工业园区龙头岗新区安置房及基础设施 PPP 项目	34.28	0.57%
2016/11/8	玉赤河流域环境整治及景观工程（玉赤河生态公园）PPP 专案	15.76	0.26%
2016/11/15	北京市新机场轨道线社会化引资 PPP 专案	149.94	2.50%
2016/11/16	青岛市地铁 4 号线工程 PPP 专案	229.19	3.82%
2016/12/20	新建鲁南高速铁路临沂至曲阜段 PPP 项目 LQTJ-1、LQTJ-2 和 LQTJ-3 三个标段	76.05	1.27%
2016/12/23	昆明（福德立交）-宜良高速公路（昆石复线）PPP 项目	172.57	2.87%
2016/12/23	曲靖三宝至昆明清水高速公路（昆明段）PPP 项目	109.48	1.82%
合计	15 个项目	1556.46	25.94%

数据来源:公司公告,群益证券整理

预期报酬 (Expected Return; ER) 为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$); 买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一: 合并损益表

百万元	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业额	586790	591968	600539	628934	667978	723047
经营成本	527248	527730	531756	562217	597119	646347
毛利	59542	64239	68782	66717	70859	76701
营业税金及附加	16827	17979	18016	9434	10020	10846
销售费用	2509	3252	3704	4151	4342	4700
管理费用	22720	22845	22836	26415	28055	30368
财务费用	3749	4290	4385	4717	4676	5061
资产减值损失	1431	1583	3565	3200	3100	3000
投资收益	(22)	83	360	150	250	250
营业利润	12283	14381	16609	18900	20866	22926
税前利润	13040	14952	17113	19350	21366	23426
所得税	2600	3381	3739	4257	4701	5154
少数股东权益	95	228	729	871	855	937
净利润	10345	11343	12645	14222	15811	17335

附二: 合并资产负债表

百万元	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	93434	98088	121934	141542	149168	150433
存货	201637	225958	245591	257871	270764	284302
应收帐款	87798	115414	128028	134430	141151	148209
流动资产合计	471061	518078	575248	534542	561783	583644
长期投资净额	5674	3474	4158	4366	4584	4813
固定资产合计	81957	98926	120848	126891	133235	139897
在建工程	2649	2817	3183	3343	3510	3685
无形资产及其他资产合计	10631	19454	35865	37658	39541	41518
资产总计	553019	617004	696096	704357	740044	770772
流动负债合计	390906	428161	483879	475785	493319	504152
长期负债合计	78288	85952	83398	87568	91946	96544
负债合计	469194	514113	567277	563352	585265	600696
少数股东权益	2838	11956	17154	18012	18912	19858
股东权益合计	83825	102891	128819	141004	154779	170077
负债和股东权益总计	553019	617004	696096	704357	740044	770772

附三: 合并现金流量表

百万元	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动产生的现金流量净额	(9314)	6583	50375	40300	24180	14508
投资活动产生的现金流量净额	(19997)	(16505)	(24336)	(19469)	(15575)	(12460)
筹资活动产生的现金流量净额	29600	14622	(2447)	(1223)	(979)	(783)
现金及现金等价物净增加额	1	4665	23713	19608	7626	1265

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。