

中国铁建 (601186)

证券研究报告

2017年08月30日

营收平稳增长，费用率小幅下降

公司新签合同额大幅增长，在手订单充足

公司2017年上半年新签合同额5517.01亿元，同比增长46.85%。其中，国内业务新签合同额5066.23亿元，同比增长44.81%；海外业务新签合同额450.78亿元，同比增长74.56%。主要因为公司积极响应国家“一带一路”政策，在一带一路沿线44个国家有分支机构，签订战略合作协议。工程承包中，由于铁总今年投资未有增长，铁路工程新签合同额567.78亿元，同比减少41.91%；公路工程新签合同额1367.09亿元，增长107.38%；市政工程新签合同额803.36亿元，同比增长142.81%。报告期内，公司中标多个城市轨道交通、高速公路等PPP项目，拉动业务增长。

营收增速稳定，毛利率小幅下降

17年上半年营收2889.61亿元，同增8.34%，其中工程承包业务营业收入同减8.02%，勘察设计咨询业务营业收入同增25.16%，房地产开发业务营业收入同增19.68%。我们使用“毛利率-营业税金及附加/销售收入”这一指标来剔除“营改增”所带来的核算口径的变化，计算得出毛利率为8.29%，同比下降0.28个百分点，主要原因是公司新签房地产增多，房地产业务毛利率减少5.2个百分点。

期间费用率下降，归母净利润增速稳健

公司17年上半年期间费用率5.30%，较去年同期下降0.23个百分点，其中销售费用率同比增加0.03个百分点；管理费用率同比增加0.1个百分点，主要是由于研发费用增加；财务费用率同比下降0.3个百分点，主要是由于公司本期利息收入及汇兑收益同比增加。资产减值损失为2.79亿元，同增1.76%。报告期内实现归母净利润65.23亿元，同增12.04%。

经营性现金流支出加大，付现比大幅增加

公司收现比为1.03，较去年同期增加2.55个百分点。付现比为1.08，较去年同期增加9.33个百分点，主要因为本期购买商品、接受劳务支付的现金增加。综合起来，公司2017年上半年经营性现金流量较去年同期恶化85.28%，为-254亿元。

投资建议

公司在手订单充足，同时公司积极开拓海外市场和国内市政市场，相关业务合同增速大幅提升。公司营收稳定增长，费用率小幅下降，体现出了良好的经营稳定性。因此，我们认为公司经营情况持续向好，预计2017-2019年EPS为1.15、1.29、1.43元/股。对应PE为11、10、9倍，维持公司“买入”评级。

风险提示：海外项目政治风险；PPP项目推进不达预期

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	600,538.73	629,327.09	663,778.19	710,834.97	760,394.44
增长率(%)	1.45	4.79	5.47	7.09	6.97
EBITDA(百万元)	32,110.93	33,062.55	31,637.61	35,362.02	38,503.20
净利润(百万元)	12,645.48	13,999.61	15,662.77	17,470.94	19,472.50
增长率(%)	11.48	10.71	11.88	11.54	11.46
EPS(元/股)	0.93	1.03	1.15	1.29	1.43
市盈率(P/E)	13.48	12.17	10.88	9.75	8.75
市净率(P/B)	1.53	1.30	1.23	1.10	0.97
市销率(P/S)	0.28	0.27	0.26	0.24	0.22
EV/EBITDA	5.75	4.51	5.64	3.54	3.96

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑装饰/基础设施建设
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	12.55元
目标价格	15.59元
上次目标价	15.59元

基本数据

A股总股本(百万股)	11,503.25
流通A股股本(百万股)	11,503.25
A股总市值(百万元)	144,365.73
流通A股市值(百万元)	144,365.73
每股净资产(元)	9.25
资产负债率(%)	80.47
一年内最高/最低(元)	14.58/8.91

作者

唐笑 分析师
SAC执业证书编号：S1110517030004
tangx@tfzq.com

岳恒宇 分析师
SAC执业证书编号：S1110517040005
yuehengyu@tfzq.com

肖文劲 联系人
xiaowenjin@tfzq.com

股价走势

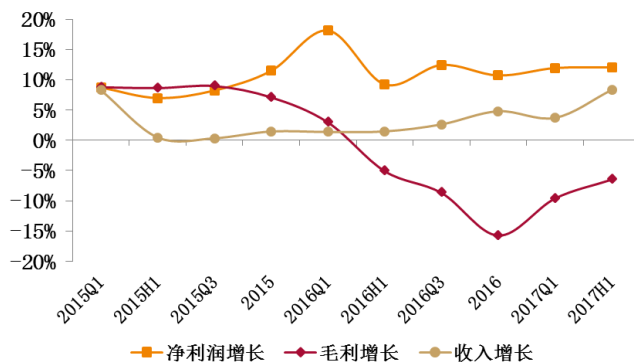


资料来源：贝格数据

相关报告

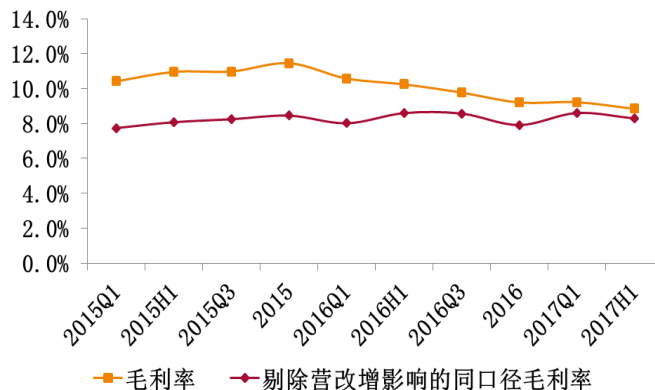
- 1 《中国铁建-公司点评:Q1新签合同维持高速增长，基建央企龙头继续腾飞》 2017-04-15
- 2 《中国铁建-首次覆盖报告:订单显著增长，“PPP+一带一路”推动业绩稳定上行》 2017-04-01

图 1：公司成长能力



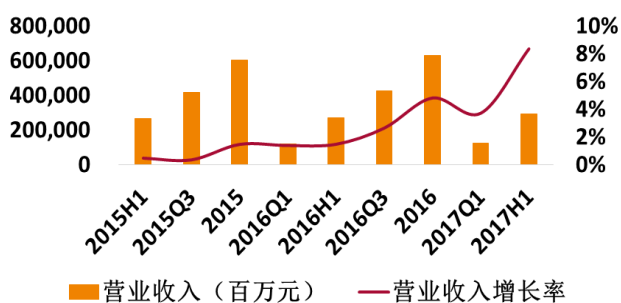
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：公司毛利率



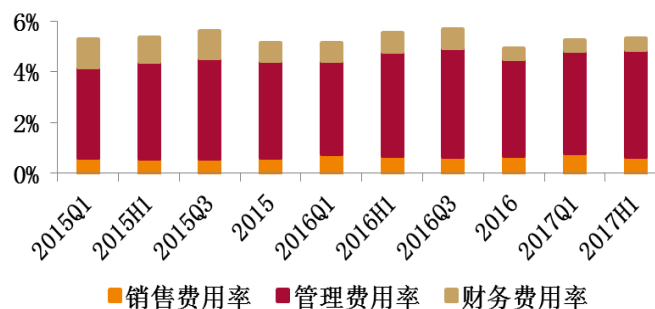
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：公司营业收入及增长率



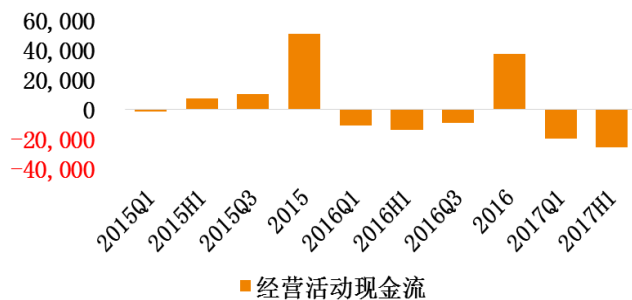
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：公司期间费用率



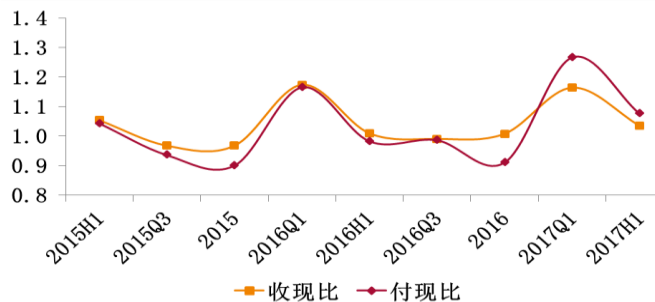
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：公司经营活动现金流



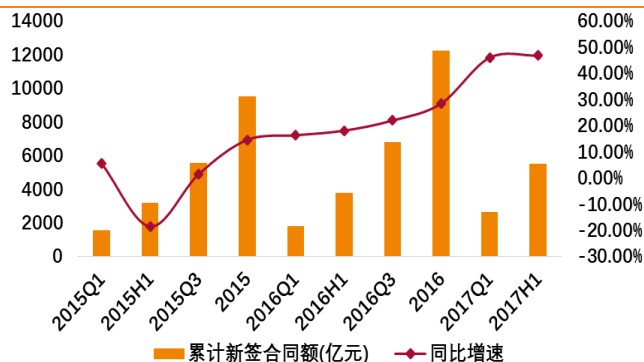
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：公司收付现比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：公司新签合同情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	121,934.01	128,701.99	99,566.73	106,625.25	114,059.17
应收账款	168,208.44	179,053.90	189,711.77	205,196.55	217,244.81
预付账款	23,194.40	19,955.61	37,178.82	19,855.60	39,553.40
存货	245,591.14	265,780.67	235,297.38	300,541.94	272,377.69
其他	16,320.24	17,808.14	16,640.46	18,506.73	17,144.25
流动资产合计	575,248.23	611,300.31	578,395.15	650,726.07	660,379.32
长期股权投资	4,157.80	7,936.43	11,936.43	16,936.43	22,936.43
固定资产	41,820.68	42,151.56	38,875.92	36,216.93	32,527.93
在建工程	3,183.42	3,083.43	2,150.06	1,590.04	1,554.02
无形资产	35,865.15	45,679.53	46,234.17	46,779.27	47,314.83
其他	35,821.06	45,227.77	41,779.91	43,669.36	45,395.93
非流动资产合计	120,848.10	144,078.72	140,976.49	145,192.03	149,729.13
资产总计	696,096.33	759,345.03	720,693.64	797,680.76	812,458.68
短期借款	43,370.88	30,428.52	41,824.82	39,027.56	69,115.54
应付账款	271,410.40	310,337.77	292,995.97	353,852.12	337,973.71
其他	169,097.89	150,233.04	145,941.91	187,822.25	159,339.79
流动负债合计	483,879.16	490,999.33	480,762.70	580,701.94	566,429.04
长期借款	47,398.45	69,032.43	43,700.49	0.00	6,485.33
应付债券	31,058.95	44,902.04	33,884.55	36,615.18	38,467.26
其他	4,940.61	5,695.25	5,932.00	5,522.62	5,716.62
非流动负债合计	83,398.00	119,629.71	83,517.05	42,137.80	50,669.21
负债合计	567,277.17	610,629.05	564,279.75	622,839.73	617,098.25
少数股东权益	17,154.17	17,528.91	18,247.23	19,203.43	20,250.32
股本	13,579.54	13,579.54	13,579.54	13,579.54	13,579.54
资本公积	40,394.40	40,430.37	40,430.37	40,430.37	40,430.37
留存收益	96,925.71	108,924.35	124,587.12	142,058.06	161,530.56
其他	(39,234.66)	(31,747.19)	(40,430.37)	(40,430.37)	(40,430.37)
股东权益合计	128,819.17	148,715.99	156,413.89	174,841.03	195,360.43
负债和股东权益总	696,096.33	759,345.03	720,693.64	797,680.76	812,458.68

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	13,374.43	14,850.83	15,662.77	17,470.94	19,472.50
折旧摊销	11,116.85	12,199.50	8,154.37	9,173.91	10,189.46
财务费用	3,732.22	2,049.03	3,422.05	3,378.60	2,921.57
投资损失	(359.53)	(147.52)	(169.65)	(178.14)	(204.86)
营运资金变动	23,198.53	(11,902.03)	(23,231.01)	37,028.23	(44,337.21)
其它	(687.39)	20,087.77	612.28	991.91	1,058.43
经营活动现金流	50,375.11	37,137.58	4,450.80	67,865.45	(10,900.10)
资本支出	31,067.56	25,360.14	8,263.24	11,909.39	12,806.00
长期投资	683.88	3,778.63	4,000.00	5,000.00	6,000.00
其他	(56,087.74)	(55,411.37)	(20,517.37)	(29,323.10)	(32,898.65)
投资活动现金流	(24,336.30)	(26,272.60)	(8,254.13)	(12,413.71)	(14,092.65)
债权融资	154,262.45	156,934.97	143,919.06	98,814.52	134,152.44
股权融资	4,737.31	5,440.21	(11,703.52)	(2,886.98)	(2,419.63)
其他	(161,446.44)	(164,486.44)	(157,547.48)	(144,320.77)	(99,306.14)
筹资活动现金流	(2,446.68)	(2,111.26)	(25,331.94)	(48,393.22)	32,426.67
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	23,592.13	8,753.71	(29,135.27)	7,058.52	7,433.92

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	600,538.73	629,327.09	663,778.19	710,834.97	760,394.44
营业成本	531,756.33	571,377.53	601,293.66	643,007.19	687,503.56
营业税金及附加	18,016.47	8,144.21	8,590.04	9,199.01	9,840.37
营业费用	3,703.66	4,177.67	4,406.37	4,718.75	5,047.74
管理费用	22,835.61	24,089.62	25,408.35	27,209.61	29,106.66
财务费用	4,385.03	2,731.71	3,422.05	3,378.60	2,921.57
资产减值损失	3,564.62	600.13	660.14	726.15	798.77
公允价值变动收益	(27.50)	(222.42)	(106.04)	35.71	11.54
投资净收益	359.53	147.52	169.65	178.14	204.86
其他	(664.07)	149.78	(127.23)	(427.69)	(432.79)
营业利润	16,609.04	18,131.34	20,061.19	22,809.50	25,392.17
营业外收入	808.62	1,213.04	1,213.04	1,078.23	1,168.10
营业外支出	304.62	374.80	350.00	350.00	350.00
利润总额	17,113.04	18,969.58	20,924.23	23,537.74	26,210.27
所得税	3,738.60	4,118.74	4,543.15	5,110.60	5,690.87
净利润	13,374.43	14,850.83	16,381.08	18,427.14	20,519.40
少数股东损益	728.96	851.22	718.32	956.20	1,046.89
归属于母公司净利润	12,645.48	13,999.61	15,662.77	17,470.94	19,472.50
每股收益(元)	0.93	1.03	1.15	1.29	1.43

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	1.45%	4.79%	5.47%	7.09%	6.97%
营业利润	15.50%	9.17%	10.64%	13.70%	11.32%
归属于母公司净利润	11.48%	10.71%	11.88%	11.54%	11.46%
获利能力					
毛利率	11.45%	9.21%	9.41%	9.54%	9.59%
净利率	2.11%	2.22%	2.36%	2.46%	2.56%
ROE	11.32%	10.67%	11.34%	11.23%	11.12%
ROIC	14.57%	14.42%	15.58%	14.02%	20.05%
偿债能力					
资产负债率	81.49%	80.42%	78.30%	78.08%	75.95%
净负债率	204.86%	195.73%	207.78%	183.48%	213.66%
流动比率	1.19	1.25	1.20	1.12	1.17
速动比率	0.68	0.70	0.71	0.60	0.68
营运能力					
应收账款周转率	3.78	3.62	3.60	3.60	3.60
存货周转率	2.55	2.46	2.65	2.65	2.65
总资产周转率	0.91	0.86	0.90	0.94	0.94
每股指标(元)					
每股收益	0.93	1.03	1.15	1.29	1.43
每股经营现金流	3.71	2.73	0.33	5.00	-0.80
每股净资产	8.22	9.66	10.17	11.46	12.90
估值比率					
市盈率	13.48	12.17	10.88	9.75	8.75
市净率	1.53	1.30	1.23	1.10	0.97
EV/EBITDA	5.75	4.51	5.64	3.54	3.96
EV/EBIT	8.80	7.15	7.60	4.79	5.38

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com