

中国铁建(601186)/基础建设

强进取心, 高性价比

评级: 买入(维持)

市场价格: 8.61

分析师: 李俊松

执业证书编号: S0740518030001

电话: 021-20315138

Email: lijuns@r.qizq.com.cn

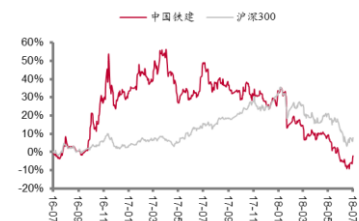
联系人: 邢立力

电话: 021-20315138

Email: xingll@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	13579.54
流通股本(百万股)	990.42
市价(元)	8.61
市值(百万元)	112897.83
流通市值(百万元)	11503.25

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1 订单高涨驰骋一带一路, 估值洼地有望逐步修复

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
营业收入(百万元)	600538.73	629327.09	680981.13	759402.24	855373.52
增长率 yoy%	1.22%	4.8%	8.2%	11.5%	12.6%
净利润	12645.48	13999.61	16057.24	19728.57	23605.88
增长率 yoy%	7.76%	10.7%	14.7%	22.9%	19.7%
每股收益(元)	0.98	1.03	1.18	1.45	1.74
P/E	8.8	8.4	7.3	5.9	5.0
P/B	1.0	0.9	0.8	0.7	0.7

投资要点

- 综合型建筑巨头:** 公司系中国乃至全球最具实力、最具规模的国资委旗下特大型综合建设集团之一, 公司业务涵盖工程承包、勘察设计咨询、工业制造、房地产开发、物流与物资贸易等诸多领域, 具有科研、规划、勘察、设计、施工、监理、维护、运营和投融资等完善的行业产业链
- 订单储备历史最好, 结构稳定性高:** 中国铁建 2017 年新签订单规模高达 1.51 万亿, 2016-2017 年复合增速 26.1%, 截至 2017 年末, 公司在手未完成订单 2.4 万亿, 订单保障倍数创历史新高, 为 3.52 倍, 订单储备历史最好。工程板块作为公司的主营业务, 经过多年的结构调整, 横跨房建、基建、国际工程, 已经形成集铁路、公路、城轨、房建、市政、水利水电、机场码头等诸多领域于一体的多元化布局。公司订单结构已经摆脱了铁路独大的局面, 各细分领域的此消彼长, 在一定程度上保证了订单增长的稳定性
- 五大板块齐头并进, 盈利能力持续提升:** 工程施工与勘察设计业务逐渐进入订单结转高峰, 收入将持续提升; 房地产业务方面, 公司 2016-2017 年销售复合增速 36.7%, 2018 年上半年销售延续高速增长, 2017 年公司地产业务计提 14.9 亿的资产减值, 夯实资产质量, 未来两年利润有望快速提升; 物流与物资贸易业务经历了 2014 年钢贸事件冲击后, 2017 年进入恢复性复苏周期, 随着市场规模不断扩大, 公司作为全国最大的工程物资物流企业有望达到甚至超越巅峰水平; 工业制造业务最近两年订单复合增速高达 31.4%, 但受制于产能限制, 收入增长乏力, 公司目前已经积极进行扩产, 工业制造业收入有望进入上升周期; 得益于业务结构的持续优化, 公司盈利能力不断提升, 一方面公司积极拓展勘察设计、房地产、工业制造、金融等高毛利业务, 另一方面公司对传统工程施工业务结构也进行调整, 高毛利的公路、城轨、房建收入占比不断提高, 毛利率较低的铁路工程占比持续下降
- 管理改革深化, 运营效率不断提升:** 最近三年公司在积极扩张业务的同时, 不断深化管理: 首先优化管理构架, 缩短管理链条。公司在 2015 年完成四级法人的整合撤并, 截至 2017 年累计压缩法人单位 192 个; 其次, 加大资源整合。2015 年成立 6 家专业化子公司, 2016 年重组中铁建华北和中铁建重庆公司, 构建投融资平台体系, 2017 年组建包括中铁建华南建设有限公司在内的 6 大公司; 最后公司持续整治亏损企业、亏损项目, 推进项目标准化管理。管理改革深化, 公司运营效率不断提升, 2017 年公司管理费用率降至 3.83%, 在建筑央企中仅高于中国建筑
- 降杠杆决心大, 业绩释放动力强:** 按照国资委的要求, 到 2020 年需要将资产负债率降至 75% 以下, 2017 年公司资产负债率为 78.3%。公司 2016-2017 年承接较大规模的 PPP 等投融资项目, 开工率约在 70% 左右, 财金 23 号文发布在一定程度上限制了原有的 PPP 出表模式, 部分 PPP 的并表对资产负债率表产生一定冲击; 降杠杆既是压力也是动力, 从公司目前的思路来看, 一方面积极通过权益性融资, 上半年公司发行永续债 70 亿, 积极筹备子公司铁建重工 H 股上市。另一方面积极推进施工进度, 压缩周期, 降低资金占用, 通过利润的释放做大净资产。另外公司在承接 PPP 项目时, 优先选择高回报率、可出表项目, 提升投融资项目的质量。
- 预计公司未来两年收入增速分别为 11.5%、12.6%, 归母净利润增速为 22.9%、19.7%, EPS 分别为 1.45、1.74, 对应 PE 为 5.9 倍、5 倍。公司业绩高弹性、高确定性、低估值, 性价比高, 首次覆盖给予买入评级!
- 风险提示:** 固定资产下滑风险、地方债务风险、订单失速风险

内容目录

公司简介：综合型建筑巨头.....	- 5 -
行业分析：集中度提升与杠杆悖论.....	- 7 -
小周期进入尾部，订单储备历史最好.....	- 7 -
集中度将会持续提升.....	- 10 -
杠杆悖论背后的博弈.....	- 13 -
投资逻辑：高性价比、强进取心.....	- 15 -
订单储备历史最好，结构稳定性高.....	- 15 -
业务结构不断优化，盈利能力持续提升.....	- 17 -
降杠杆决心大，业绩释放动力强.....	- 21 -
盈利预测与投资建议.....	- 22 -
核心假设.....	- 22 -
盈利预测与投资建议.....	- 22 -
风险提示.....	- 24 -

图表目录

图表 1：中国铁建历史沿革.....	- 5 -
图表 2：中国铁建股权结构以及业务布局（截至 2017 年）.....	- 6 -
图表 3：中国铁建工程承包订单结构.....	- 6 -
图表 4：公司毛利润结构.....	- 6 -
图表 5：建筑行业新签订单同比增速.....	- 7 -
图表 6：侠义基建新签订单同比增速.....	- 8 -
图表 7：房建新签订单同比增速.....	- 8 -
图表 8：房建代表企业订单增速.....	- 8 -
图表 9：公路、市政、城轨订单增速.....	- 8 -
图表 10：园林环保代表企业订单增长.....	- 8 -
图表 11：铁路新签订单同比增速.....	- 8 -
图表 12：财政部 PPP 管理库入库项目规模.....	- 9 -
图表 13：全国 PPP 成交金额.....	- 9 -
图表 14：建筑央企 PPP 订单占比（不含中国化学）.....	- 9 -
图表 15：东方园林、龙元建设 PPP 占订单比重.....	- 9 -
图表 16：建筑行业新签订单同比增速.....	- 10 -
图表 17：房建新签订单与房地产投资.....	- 10 -
图表 18：基建新签订单与房地产投资.....	- 10 -
图表 19：八大建筑央企新签订单集中度.....	- 11 -

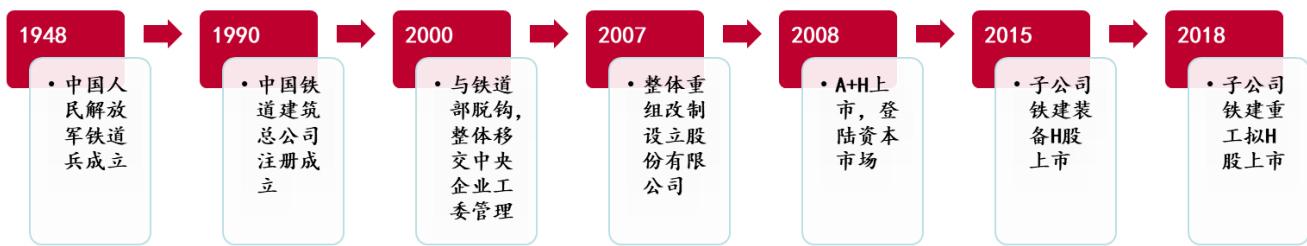
图表 20: 建筑央企基建业务收入增速与基建投资增速.....	- 11 -
图表 21: 财政部 PPP 管理库项目金额分布.....	- 11 -
图表 22: 财政部 PPP 管理库金额分布比重.....	- 11 -
图表 23: PPP 项目平均回报率.....	- 12 -
图表 24: 各种规模 PPP 项目的回报率.....	- 12 -
图表 25: 国际工程订单情况.....	- 12 -
图表 26: 八大央企海外订单增速以及比重.....	- 12 -
图表 27: 八大央企国内外收入增速.....	- 13 -
图表 28: 八大央企海外收入比重.....	- 13 -
图表 29: 八大央企整体资产负债率.....	- 13 -
图表 30: 各建筑央企资产负债率.....	- 13 -
图表 31: 部分建筑央企融资以及降杠杆措施.....	- 14 -
图表 32: 建筑央企 PB.....	- 15 -
图表 33: 建筑央企的资产减值损失.....	- 15 -
图表 34: 中国铁建新签订单及同比增速.....	- 15 -
图表 35: 各子板块订单增长.....	- 15 -
图表 36: 在手订单及保障倍数.....	- 16 -
图表 37: 订单转化率.....	- 16 -
图表 38: 工程板块订单结构.....	- 16 -
图表 39: 工程板块订单结构变化.....	- 16 -
图表 40: 两铁铁路新签订单.....	- 17 -
图表 41: 两铁铁路收入.....	- 17 -
图表 42: 铁路新开工项目数量.....	- 17 -
图表 43: 铁路固定资产投资.....	- 17 -
图表 44: 中国铁建收入与同比增速.....	- 18 -
图表 45: 中国铁建归母净利润及增速.....	- 18 -
图表 46: 工程施工与勘察设计收入增速.....	- 18 -
图表 47: 房地产销售与收入增速.....	- 18 -
图表 48: 物流与物资贸易订单与收入增速.....	- 19 -
图表 49: 工业制造订单与收入增速.....	- 19 -
图表 50: 中国铁建毛利结构.....	- 19 -
图表 51: 各部分业务毛利率.....	- 19 -
图表 52: 中国铁建毛利率.....	- 20 -
图表 53: 中国铁建净利率.....	- 20 -
图表 54: 中国铁建管理改革.....	- 20 -

图表 55: 中国铁建管理费用率.....	- 21 -
图表 56: 2017 年建筑央企管理费用率.....	- 21 -
图表 57: 中国铁建资产负债率.....	- 21 -
图表 58: 中国铁建投融资项目规模.....	- 21 -
图表 59: 中国铁建业务分拆与假设.....	- 22 -
图表 60: 盈利预测 (单位: 百万)	- 25 -

公司简介：综合型建筑巨头

- 中国铁建前身系中国人民解放军铁道兵，由中国铁道建筑总公司独家发起设立，为国资委管理的特大型综合建筑企业，于2008年3月A+H股挂牌上市。公司是中国乃至全球最具实力、最具规模的特大型综合建设集团之一，2017年位列ENR“全球250家最大承包商”第3位、“全球最大250家国际承包商”第23位。

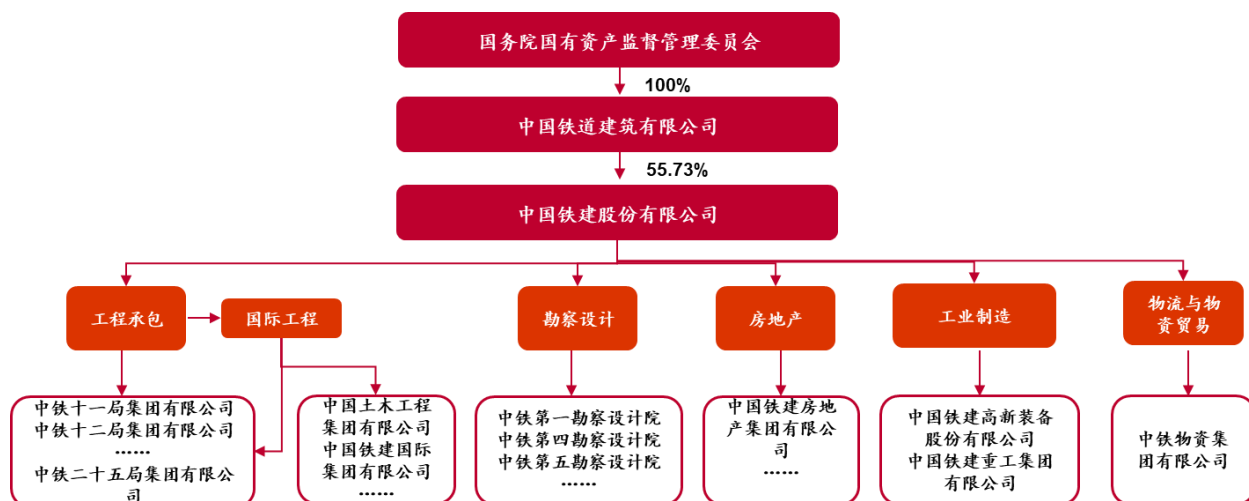
图表 1：中国铁建历史沿革



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 公司主营业务包括工程承包、勘察设计咨询、工业制造、房地产开发、物流与物资贸易五大板块，具有科研、规划、勘察、设计、施工、监理、维护、运营和投融资等完善的行业产业链。**工程承包**业务横跨基建、房建与国际工程，形成集铁路、城轨、公路、市政、房建、水利水单、机场码头等诸多领域于一体的多元布局，在铁路、城轨领域和中国中铁形成寡头垄断格局；**勘察设计**方面，公司是基建勘察设计领域领导者之一，业务范围基本涵盖基建的大部分领域，与工程承包业务形成良好协同；**房地产**方面，公司是16家以房地产为主营业务的央企之一，公司17年销售额684亿，位列全国31位，“中铁地产”已经成为影响力较大的品牌；**物流与物资贸易**业务脱胎于铁道兵后勤部物资处，公司物流与物资贸易业务目前具备70余个区域性经营网点、133万平方米的物流场地、4万余延长米铁路专用线、32,550立方米成品油储存能力，是中国最大的工程物资服务商；**工业制造**业务涉及大型养路机械、掘进机械、轨道设备等领域产品生产，养路机械主力产品国内市场占有率80%以上，掘进机械国内国产市场占有率行业第一。

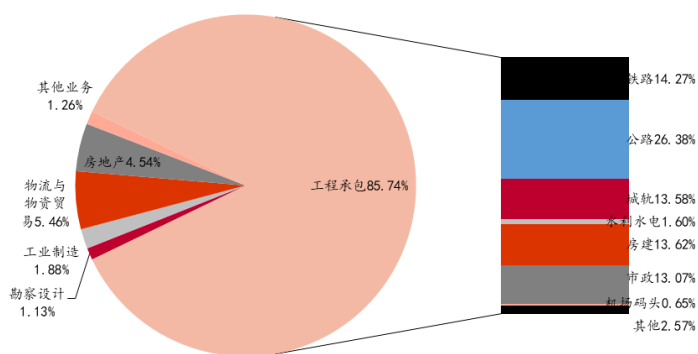
图表 2: 中国铁建股权结构以及业务布局 (截至 2017 年)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

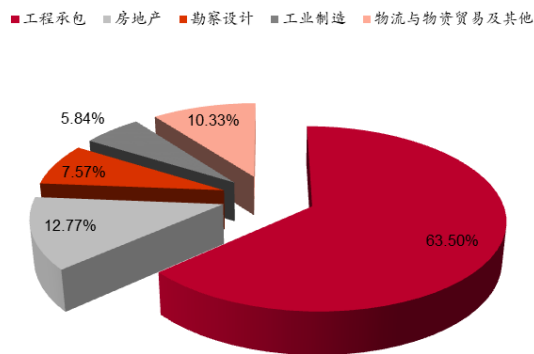
- 公司自上市以来, 秉承多元化发展战略, 积极调整业务结构。2017 年公司工程承包新签订单 1.29 万亿, 占全部新签订单的 85.74%, 结构方面, 铁路、公路、城轨、房建、市政占比分别为 14.27%、26.38%、13.58%、13.62%、13.07%; 从利润贡献角度来看, 2017 年工程承包贡献毛利占比 63.5%, 房地产、勘察设计、工业制造、物流与物资贸易及其他业务占比分别为 12.77%、7.57%、5.84%、10.33%。整体来看, 公司多元化业务布局基本成型, 可以很大程度削弱单一领域波动对业绩的扰动。

图表 3: 中国铁建工程承包订单结构



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 4: 公司毛利润结构



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

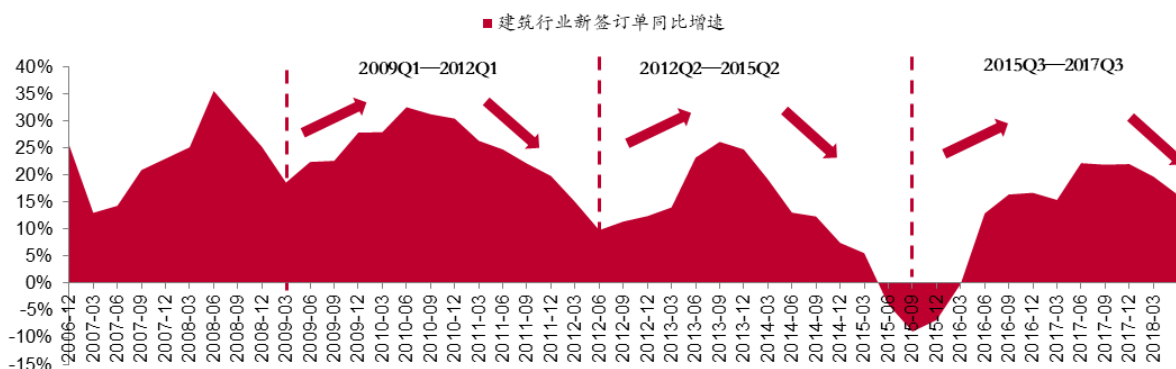
行业分析：集中度提升与杠杆悖论

小周期进入尾部，订单储备历史最好

■ 小周期进入尾部

自 2008 年建筑行业进入库兹涅茨下降周期以来，建筑行业新签订单经历了两轮完整的小周期，分别是 2009Q1-2012Q1、2012Q2-2015Q2，这两轮周期持续时间均为 13 个季度，且上升周期都为 5 个季度，下降周期为 8 个季度。目前建筑行业正经历第三轮小周期，这轮周期起始于 2015 年四季度，在 2017 三季度走完上升周期，历时 9 个季度，从 2017 年四季度开始进入小周期下降通道。

图表 5：建筑行业新签订单同比增速

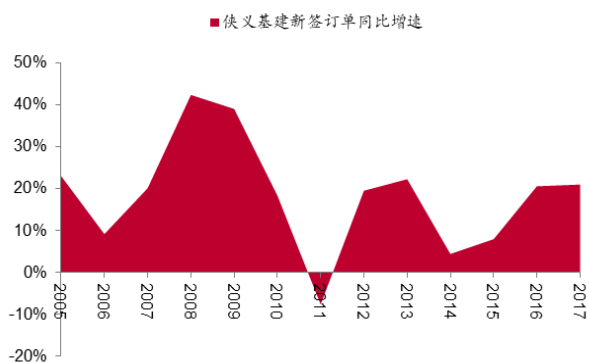


来源：wind, 中泰证券研究所

■ 房建、基建共振

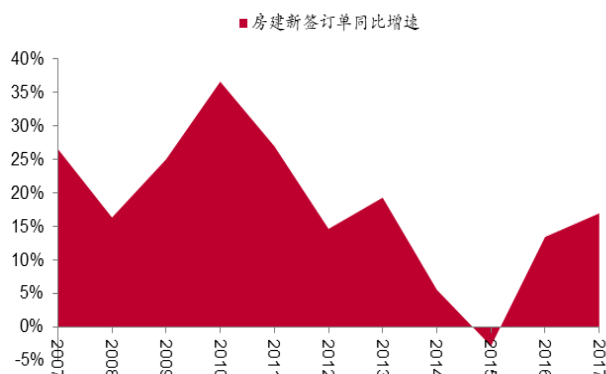
从结构上看，基建/房建订单在 2016、2017 年形成共振，基建订单增速分别为 20.6%、21.0%，房建订单增速分别为 13.4%、17.0%，基建弹性更大；从基建的细分领域来看，公路、市政、城轨、生态环保是拉动基建订单增长的四架马车，铁路领域景气度大幅下滑；由于统计数据有限，我们用核心龙头企业订单代表行业整体情况，公路、市政、铁路选择四大建筑央企，即中国建筑、中国交建、中国中铁、中国铁建，而城轨选择中国中铁和中国铁建，两者在城轨领域市占率合计约 70% 左右。可以发现 2016-2017 年公路、市政、城轨新签订单复合增速分别高达 56.4%、55.9%、43.6%；生态环保龙头东方园林、铁汉生态订单复合增长分别高达 39.4%、206.7%；铁路领域新签订单 2016、2017 年分别下降 1.1%、23.5%。

图表 6: 侠义基建新签订单同比增速



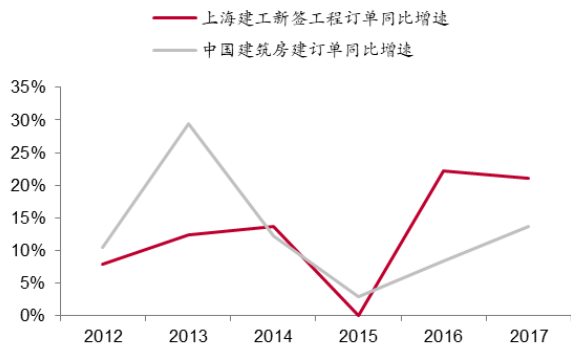
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 7: 房建新签订单同比增速



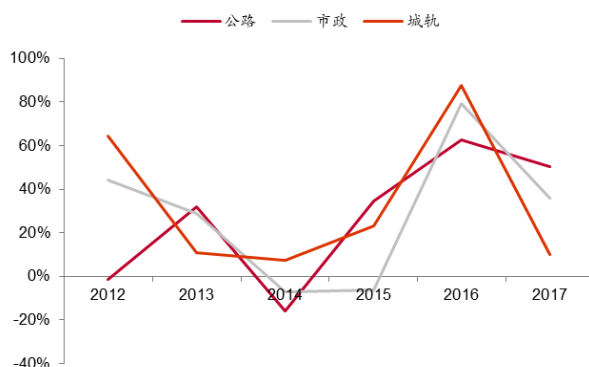
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 8: 房建代表企业订单增速



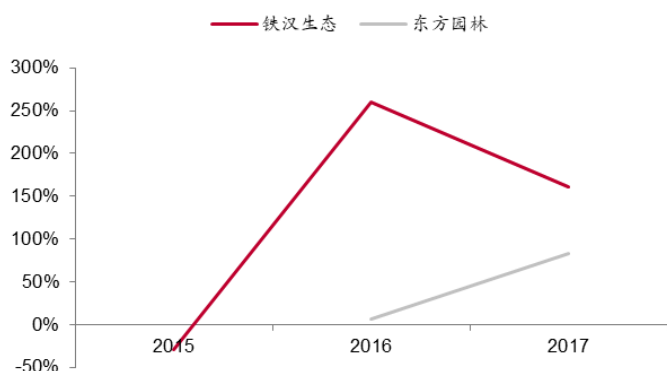
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 9: 公路、市政、城轨订单增速



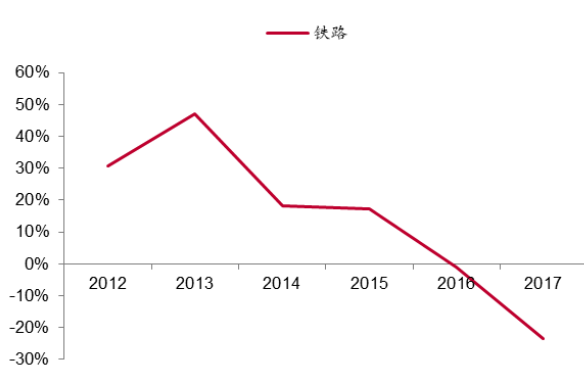
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 10: 园林环保代表企业订单增长



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 11: 铁路新签订单同比增速

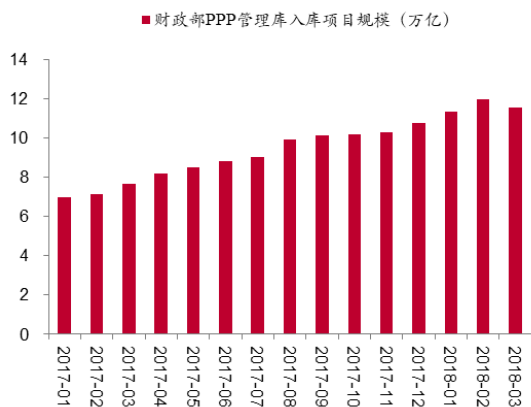


来源: wind, 中泰证券研究所

■ 投融资模式变革是基建订单增长的核心驱动力
2014 年随着 43 号文的发布 PPP 开始推广, 2016-2017 进入爆发期,

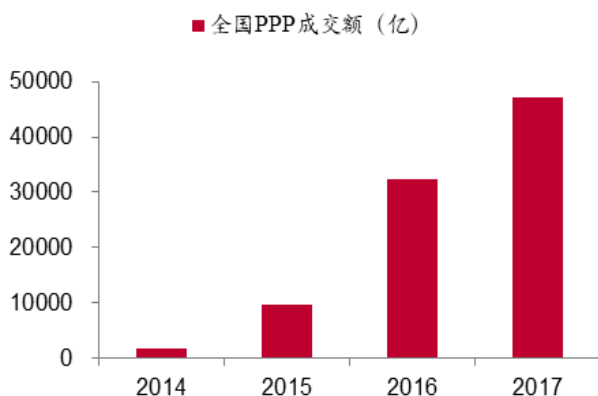
根据明树数据库的统计,最近两年全国 PPP 成交规模分为高达 3.2 万亿、4.7 万亿,成为基建订单的主要增量来源。根据测算建筑央企 2016、2017 年 PPP 占国内新签订单比重为 29.6%、30.8%,东方园林、龙元建设等民企龙头 PPP 订单占比约为 60%、90%。

图表 12: 财政部 PPP 管理库入库项目规模



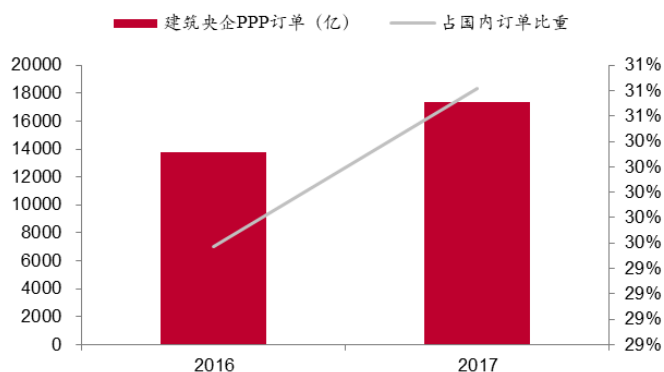
来源: 财政部 PPP 项目库, 中泰证券研究所

图表 13: 全国 PPP 成交金额



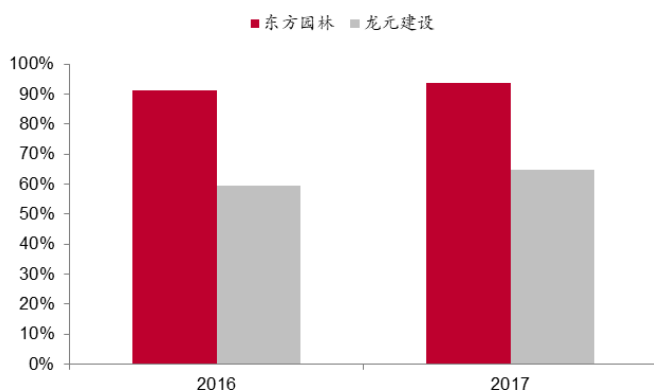
来源: 明树数据, 中泰证券研究所

图表 14: 建筑央企 PPP 订单占比 (不含中国化学)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 15: 东方园林、龙元建设 PPP 占订单比重

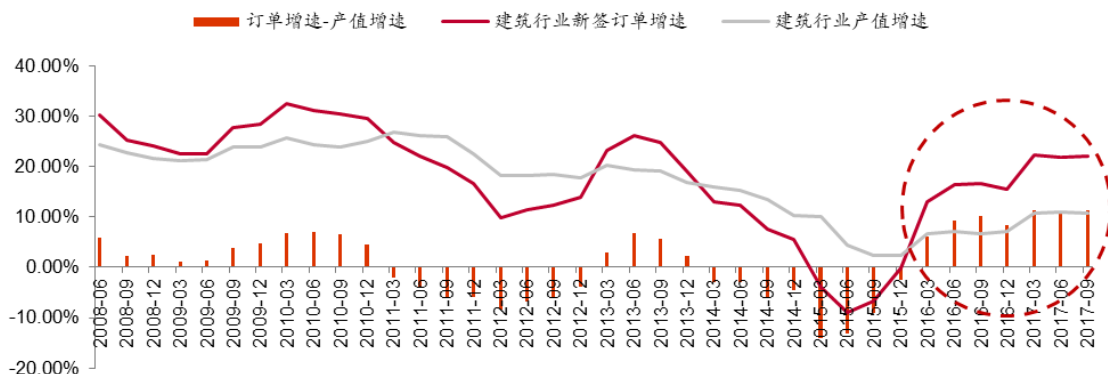


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

■ 订单储备历史最好

本轮订单上升周期长达 9 个季度,远超前两轮周期的 5 个季度;由于 PPP 项目大量释放,基建订单普遍开工周期拉长,加之 PPP 从 2017 年开始进入严厉的规范窗口期,开工率较低,出现了明显的“订单堰塞湖”;房建订单方面,2016-2017 年是一轮补库周期,房地产订单出现较快增长,但由于限价以及房地产开发商融资受限,高价土地迟迟未能转化为有效投资,面临与基建相似的局面,造成建筑行业大量在手订单;从定量的角度来看,通过计算建筑行业新签订单增速与产值增速的缺口可以看出,本轮周期中,订单-产值正缺口峰值高达正的 11.4 个百分点,且持续时间为 7 个季度;另外从新签订单增速与基建、房地产开发投资增速的缺口同样可以验证这一点。

图表 16: 建筑行业新签订单同比增速



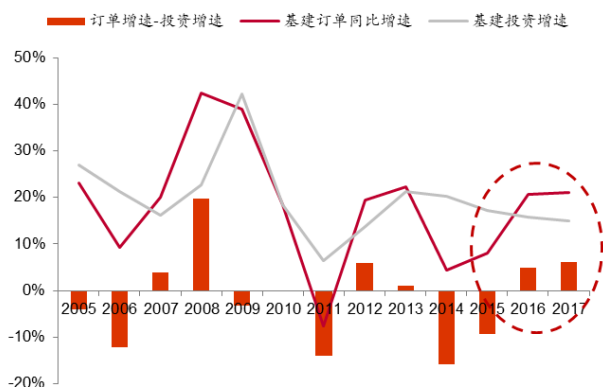
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 17: 房建新签订单与房地产投资



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 18: 基建新签订单与房地产投资



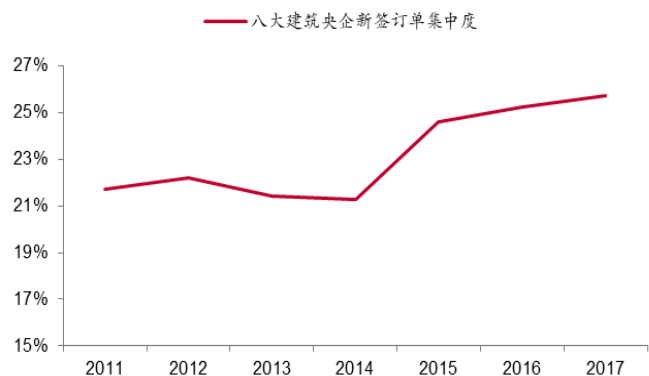
来源: wind, 中泰证券研究所

集中度将会持续提升

- 建筑行业明显的结构性变化即集中度提升出现在 2015 年，2015 年八大建筑央企新签订单（不含国外）集中度约为 24.6%，相比 2014 年提升 3.3 个百分点。2015 年集中度的大幅提升一方面在于行业景气度出现罕见的大幅下降，龙头企业抵抗冲击的能力更强；另一方面，PPP 开始放量，且主要集中在高速公路、城市轨道交通等大型市政领域，这些领域垄断程度较高，两方面因素共同导致了 2015 年行业集中度快速提升，而之后两年 PPP 是建筑行业集中度持续提升最核心的因素。2016-2017 年建筑央企（不包括中国化学）新签投资类项目订单占全国 PPP 总成交量的比重分别为 42.8%、35.3%，占其国内订单比重平均为 25.9%、26.8%，成为增量新签订单的主要来源，龙头企业在 PPP 业务方面的强势将行业集中度提升至 2017 年的 25.7%；从收入端来看，2017 年在基建投资逐渐下滑的背景下，建筑央企的基建收入增速逐渐攀升，订单集

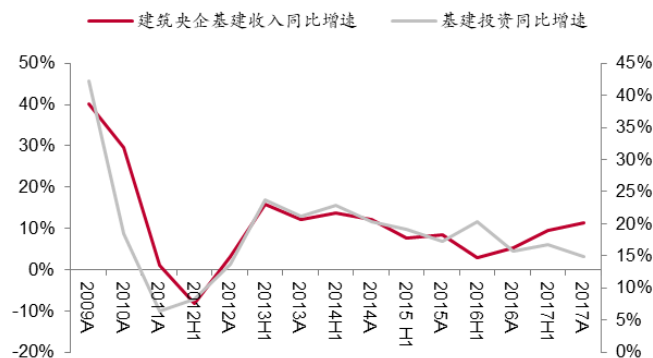
中度通过融资集中度逐渐开始向业绩集中度提升。

图表 19: 八大建筑央企新签订单集中度



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 20: 建筑央企基建业务收入增速与基建投资增速

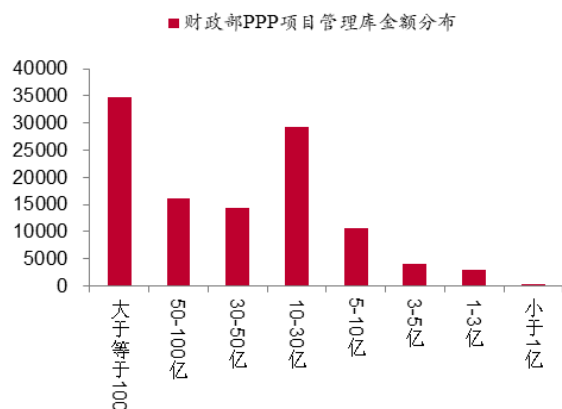


来源: wind, 中泰证券研究所

■ 结构重于总量，内看集中度提升，外看国际工程拓展

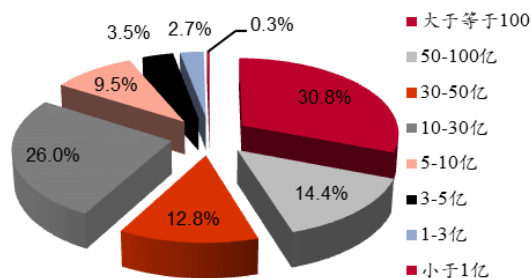
建筑行业已经进入小周期尾部，分化是大势所趋，结构变化重于总量。PPP 作为国内集中度提升的引擎将发挥中期力量，而央企龙头的国际化是更长期的趋势。PPP 作为国内集中度提升的中期引擎主要有三方面的逻辑：**第一，PPP 将持续推进。**虽然从 2017 以来 PPP 进行了严厉的规范，但“工欲善其事，必先利其器”，PPP 在基础设施建设领域地位是由财政乏力和地方债务高企的现实决定的，必将持续推进；**第二，PPP 项目的规模效应。**我们对财政部 PPP 管理库的项目进行了统计，目前 10 亿规模以上项目金额占比 83.9%、30 亿以上规模订单金额占比 58%，较大的项目单体投资规模决定了 PPP 项目承接企业必须具备较强的融资能力和项目管理能力，这决定了 PPP 必然以国企央企以及上市民企为主体；**第三、风险与收益的不匹配。**我国建筑市场存在大量企业，项目需求过剩，存在过度竞争，这是 PPP 项目内部收益率较低的主要原因，根据明树数据库的统计，2015-2017 全国成交的 PPP 项目平均回报率分别为 8.03%、6.62%、6.44%。而在风险端，PPP 项目合作周期长、政府不兜底，社会资本的风险较大，风险与收益的不匹配决定了综合实力强劲、融资渠道畅通且成本较低的龙头企业强者恒强。

图表 21: 财政部 PPP 管理库项目金额分布

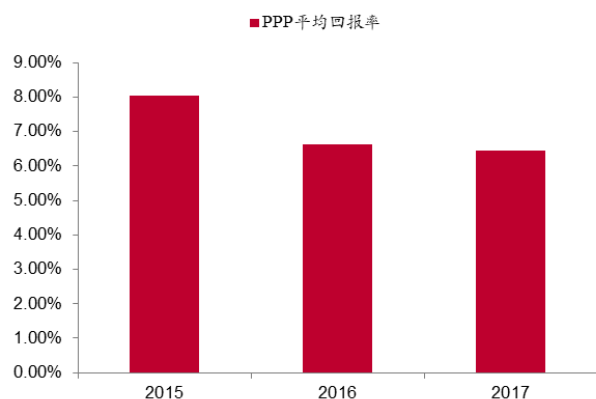


来源: 财政部 PPP 项目库, 中泰证券研究所

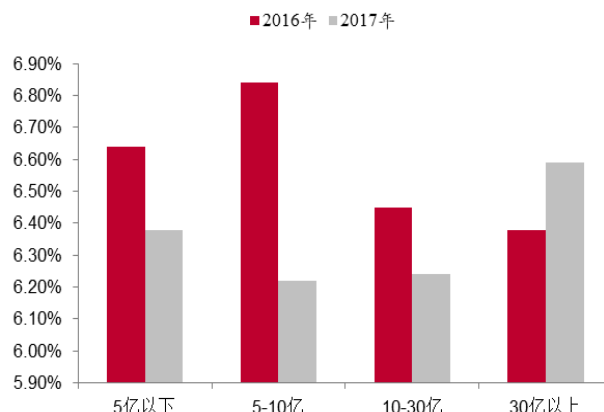
图表 22: 财政部 PPP 管理库金额分布比重



来源: 财政部 PPP 项目库, 中泰证券研究所

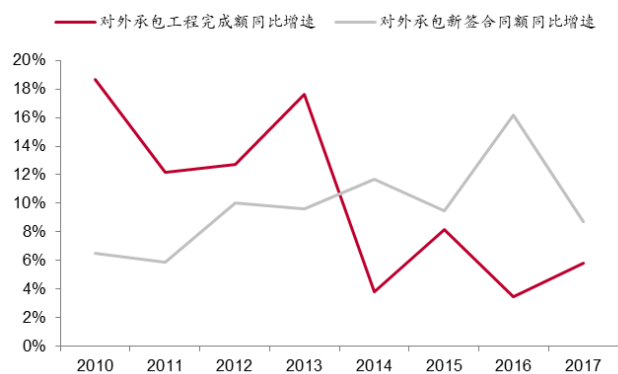
图表 23: PPP 项目平均回报率


来源: 明树数据库, 中泰证券研究所

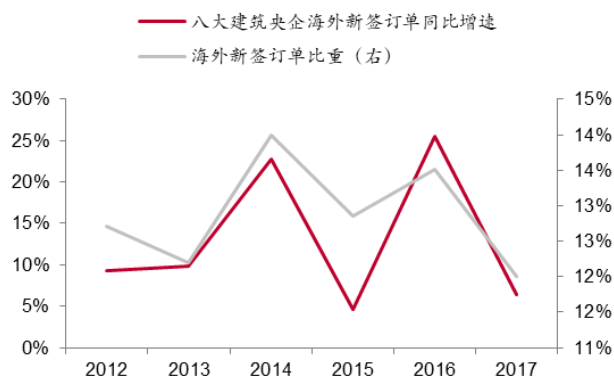
图表 24: 各种规模 PPP 项目的回报率


来源: 明树数据库, 中泰证券研究所

- 国际工程地位越发重要。**自上而下来看,“一带一路”倡议已经写入党章,政策定位非常之高;截至 2016 年国开行在一带一路相关国家累计发放贷款超过 1600 亿美元,并在 2017 年一带一路峰会期间设立 2500 亿专项贷款,资金支持力度很强;而在企业端,建筑央企走出去的步伐也逐渐加快,最近五年八大建筑央企海外订单复合增速为 13.5%,国内为 15%,2017 年订单占比 12%;海外收入最近五年的复合增速为 17.7%,远高于国内的 8.6%,2017 年海外收入占比提升至 11.1%。随着国内市场进入结构整合期,海外市场的扩张将成为龙头企业的重要战略。虽然国际工程短期受地缘政治、汇率波动等影响较大,但自上而下长期趋势不改。

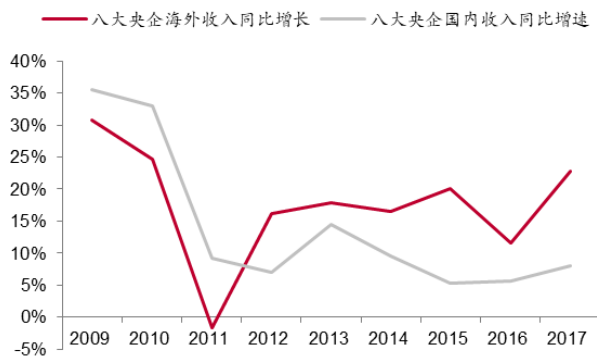
图表 25: 国际工程订单情况


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 26: 八大央企海外订单增速以及比重


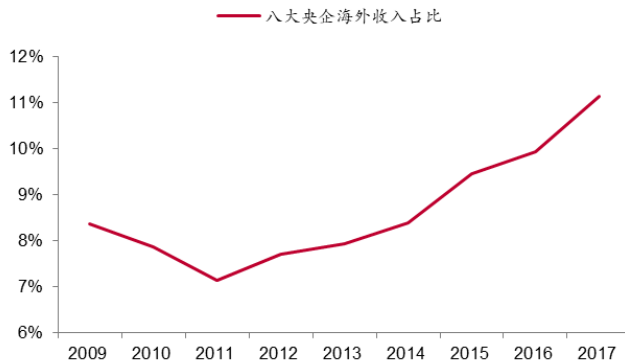
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 27: 八大央企国内外收入增速



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 28: 八大央企海外收入比重



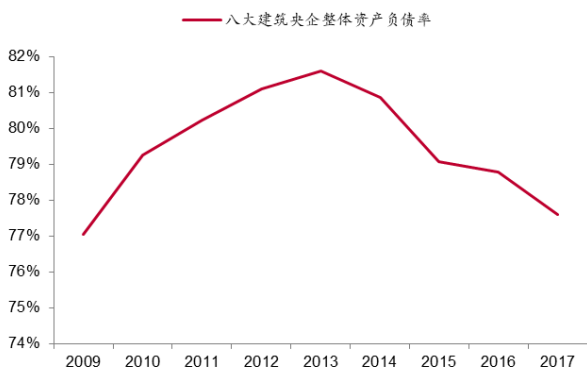
来源: wind, 中泰证券研究所

杠杆悖论背后的博弈

■ 建筑央企的杠杆悖论

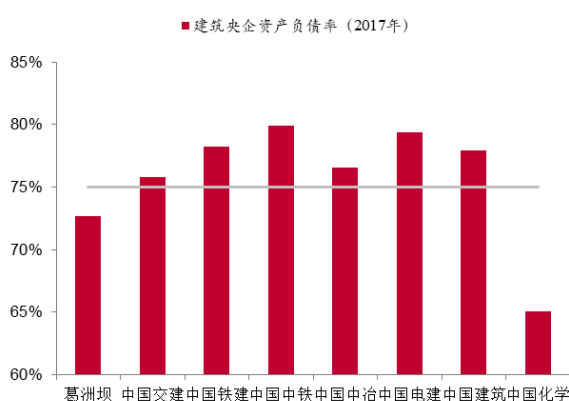
如果将 PPP 放置于建筑行业最近 10 年的发展周期里面去看, 其本质是有限的地方财政与旺盛的投资需求之间的矛盾在中央监管层面的一次折衷, 从过程来看, PPP 是对 BT 的替代, 但资金杠杆从政府向建筑企业转移或者阶段性转移的大方向是不变的, PPP 必然加重建筑企业的融资属性。在 PPP 项目出表的情况下, 企业可以通过少量资金撬动大额项目, 并将资产负债放在体外, 在贷款足额获得的情况下对自身资产负债率的扰动并不大。但财金 23 号文的发布, 规范了产业基金模式的运用, 明令禁止国有金融企业不得要求或接受地方政府作出承诺回购投资本金, 并按照“穿透原则”加强资本金审查。在一定程度上限制了建筑央企通过原有产业基金出表的模式, 资产负债表的压力上升。而目前国资委又要求建筑央企降杠杆, 并且明确提出在 2020 年将资产负债率降至 75% 以下, PPP 加杠杆与行政降杠杆形成了一种悖论。

图表 29: 八大央企整体资产负债率



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 30: 各建筑央企资产负债率



来源: wind, 中泰证券研究所

■ 权益性融资将是首选

从途径上来看，收缩业务和权益性融资是央企降杠杆的两个大的方向。在行业小周期尾部收缩业务将以丢失市场份额为代价，尤其在承接 PPP 等投资类项目时会变的更加谨慎，更加倾向于回报率高、能出表的项目，以量换质；而能兼顾扩张和降杠杆的途径是权益性融资，包括永续债、可转债、定增、债转股、资产证券化等；从实际情况来看，权益性融资是建筑央企的首选，中国中冶、中国铁建通过发行永续债平衡降杠杆与资金需求，而中国中铁选择债转股，中国交建的可转债方案仍在推进。从逻辑来看，2016-2017 年承接的 PPP 项目对资金端的压力不是脉冲式的，而是周期性的，未来两年将是建筑央企的融资周期，权益性融资将会持续进行。

图表 31: 部分建筑央企融资以及降杠杆措施

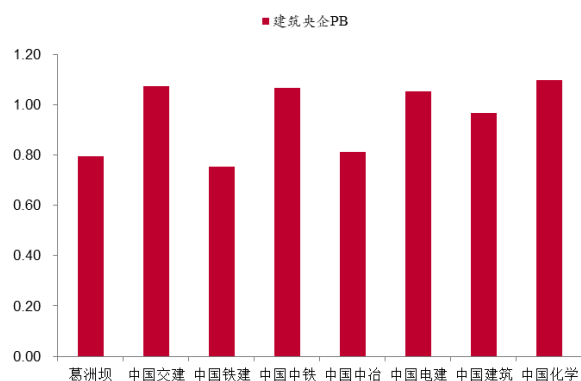
公司名称	时间	类型	规模	利率	进度
中国中冶	2017 年 3 月	永续债	27	4.99%	完成
	2017 年 3 月	永续债	20	4.98%	完成
	2017 年 7 月	永续债	20	5.10%	完成
	2017 年 7 月	永续债	13	5.10%	完成
中国铁建	2016 年 6 月	永续债	80	3.53%	完成
	2018 年 3 月	永续债	30	5.56%	完成
	2018 年 4 月	永续债	20	5.23%	完成
	2018 年 5 月	永续债	20	5.30%	完成
	2018 年 6 月	铁建重工 H 股上市	—	—	董事会通过
中国中铁	2017 年 12 月	可转债	100	—	国资委批复
	2018 年 6 月	债转股	115.97	—	方案
	2018 年 6 月	资产支持票据	59.57	5.48%	完成
葛洲坝	2016 年 7 月	永续债	25	3.24%	完成
	2016 年 7 月	永续债	25	3.48%	完成
	2016 年 8 月	永续债	20	3.15%	完成
	2016 年 8 月	永续债	30	3.43%	完成
	2016 年 11 月	绿色支持证券	8	3.20%-3.60%	完成
	2016 年 12 月	资产支持票据	30.76	5.25%-6.00%	完成
	2017 年 7 月	资产支持证券	13.04	6.2%-6.8%	完成
中国交建	2017 年 11 月	可转债	200	—	国资委批复

来源：公司公告，中泰证券研究所

■ 围绕 PB=1 将有一场防御战

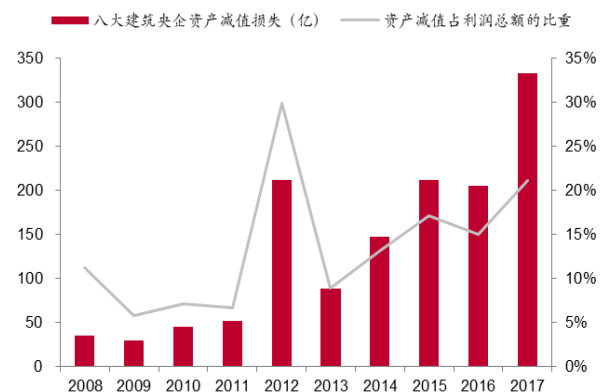
定价是权益性融资的核心，作为央企，PB 不能低于 1，目前建筑部分已经已经破净，部分接近破净，围绕 PB=1 将有一场防御战。建筑央企较高的业绩确定性也为保卫 PB=1 这条红线提供了资本：经过长达 9 个季度的订单增长，订单储备充足，虽然 PPP 订单相比传统项目落地较慢，但央企融资能力较强，开工率可观，未来两年将迎业绩释放期。从资产端来看，2017 年建筑央企资产减值计提大幅提升，资产减值损失规模高达 332 亿，占利润总额 21.1%，资产端已得到充分的夯实。

图表 32: 建筑央企 PB



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 33: 建筑央企的资产减值损失



来源: wind, 中泰证券研究所

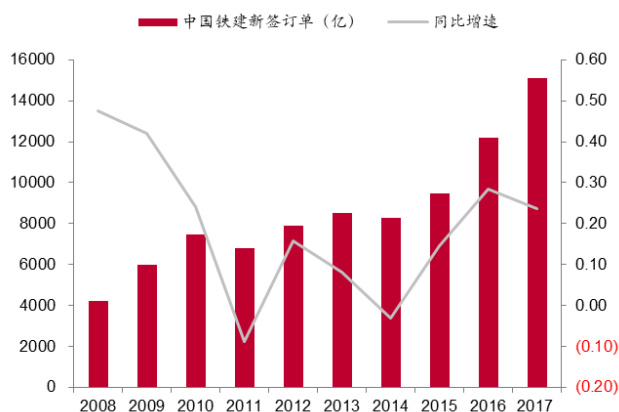
投资逻辑: 高性价比、强进取心

订单储备历史最好, 结构稳定性高

■ 订单持续增长, 保障倍数历史最高

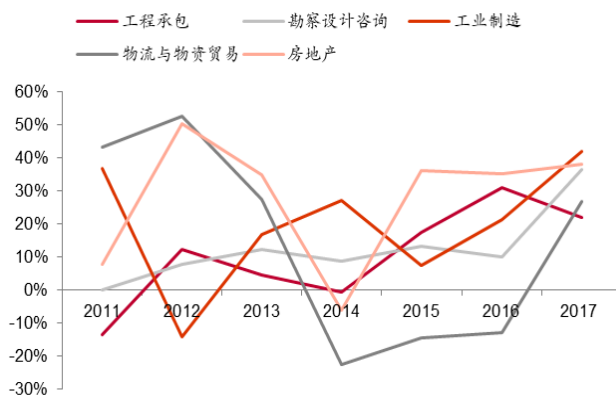
中国铁建 2017 年订单规模高达 1.51 万亿, 最近两年复合增速为 26.1%, 五大板块齐头并进, 其中工程板块新签订单复合增速 26.6%、勘察设计 22.7%、工业制造 31.4%、物流与物资贸易 5.1%、房地产 36.7%。截至 2017 年末, 公司在手未完成订单高达 2.4 万亿, 订单保障倍数创历史新高 3.52 倍, 订单储备充足。

图表 34: 中国铁建新签订单及同比增速



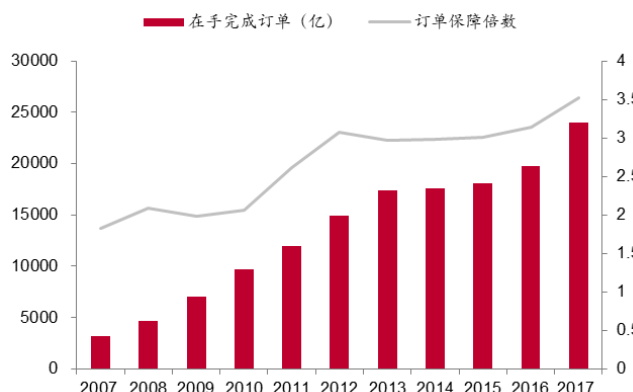
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 35: 各子板块订单增长



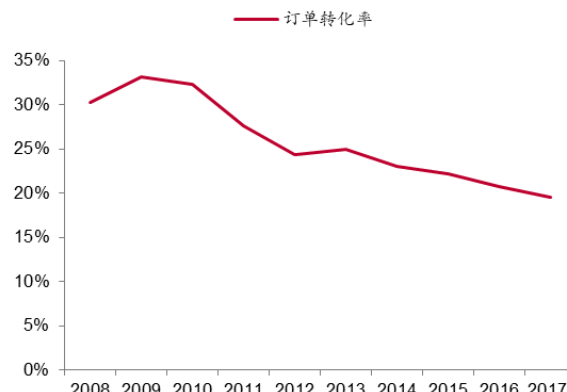
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 36: 在手订单及保障倍数



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 37: 订单转化率

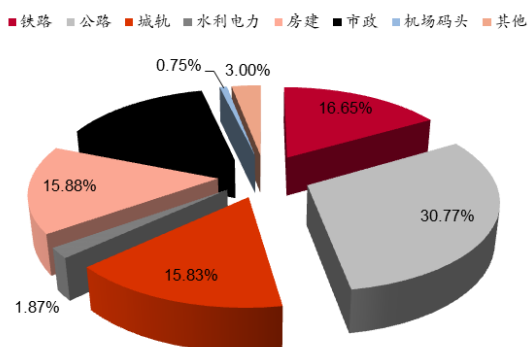


来源: wind, 中泰证券研究所

■ 工程板块多元格局，稳定性强

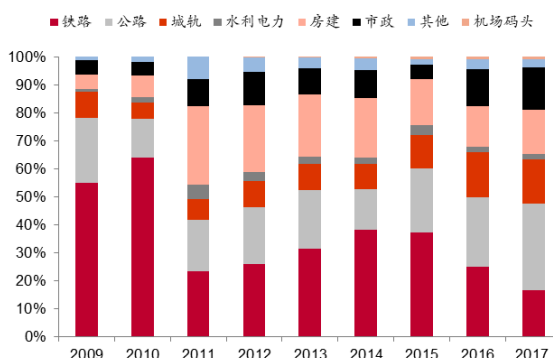
工程板块作为公司的主营业务，经过多年的结构调整，横跨房建、基建、国际工程，形成集铁路、公路、城轨、房建、市政、水利水电、机场码头等诸多领域于一体的多元化布局，2017 年各细分领域新签订单的结构分别为铁路 16.65%、公路 30.77%、城轨 15.83%、房建 15.88%、市政 15.24%、水利水电 1.87%、机场码头 0.75%，公司订单结构已经摆脱了铁路独大的局面，各细分领域的此消彼长，在一定程度上保证了订单增长的平稳性，比如 2011 年在铁路订单大幅下滑的背景下，公司通过拓展房建、公路等业务保证订单规模。

图表 38: 工程板块订单结构



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 39: 工程板块订单结构变化



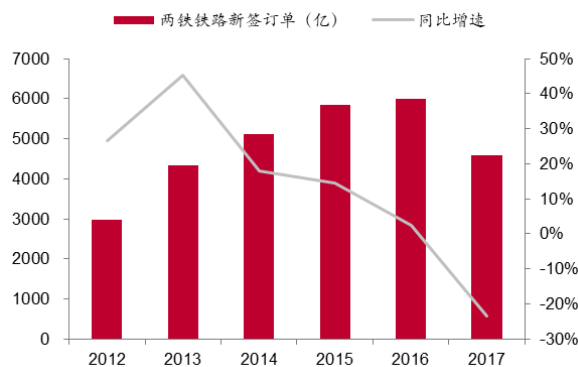
来源: wind, 中泰证券研究所

■ 扩内需中央或加杠杆，铁路订单有望反弹

最近两年铁路订单审批明显放慢，2016、2017 年中国铁建和中国中铁铁路订单合计增长 2.3%、-23.6%，2017 年出现大幅下滑，最近两年铁路新开工项目递减明显，分别为 46、35 个，大幅低于 2015 年的 61 个。从两铁收入端来看，2017 年合计下滑 8.6%。2018 年铁路投资目标为 7320 亿，存在一定压力。从扩内需角度看，在地方降杠杆的周期中，中

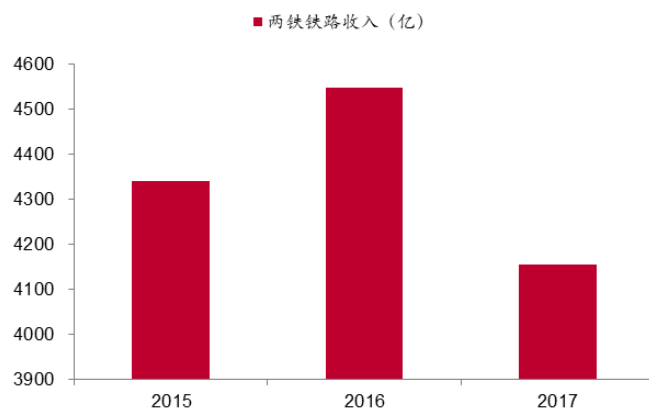
央适度提升杠杆，通过推动铁路等重大国家项目稳定基建增长不失为合理选择，铁路订单有望反弹。

图表 40: 两铁铁路新签订单



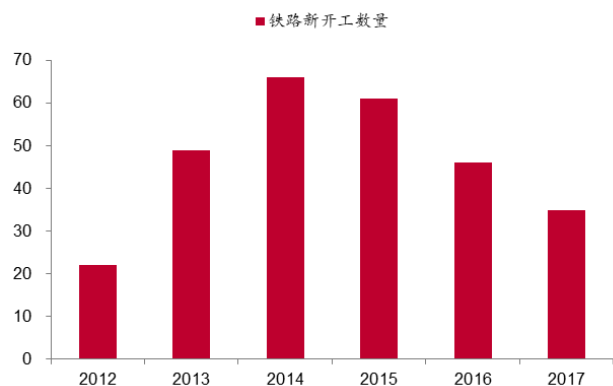
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 41: 两铁铁路收入



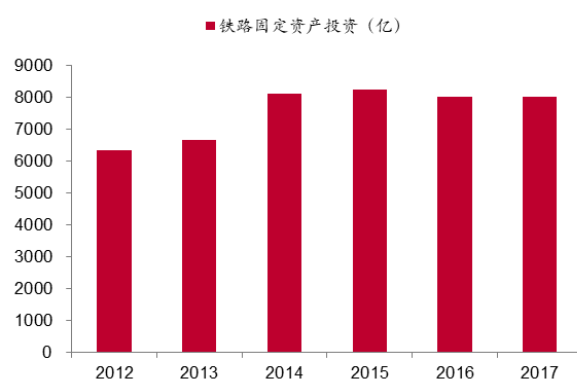
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 42: 铁路新开工项目数量



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 43: 铁路固定资产投资

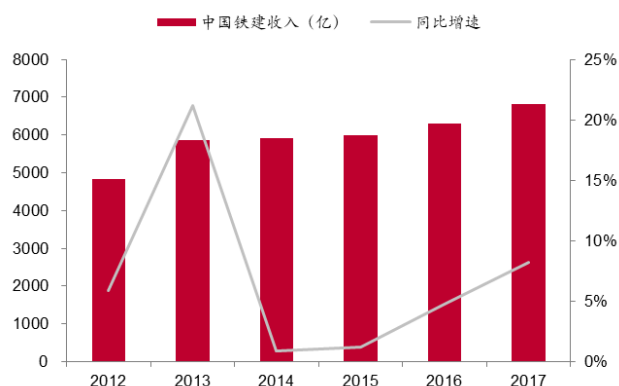


来源: wind, 中泰证券研究所

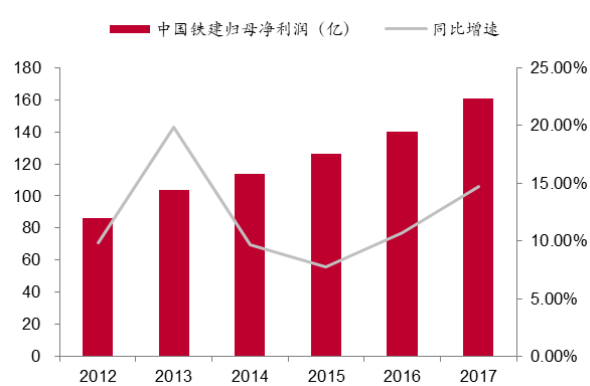
业务结构不断优化，盈利能力持续提升

■ 各项业务齐头并进，业绩进入释放周期

自 2013 年小周期高点之后，中国铁建业绩表现出较强的弱周期性，在 2014、2015 年行业景气度大幅下滑的背景下，净利率仍能保持接近 10% 的增长，最近两年随着行业回暖，公司业绩逐渐进入上升通道，2016、2017 年收入增长分别为 4.79%、8.21%，利润增速分别为 10.71%、14.70%。

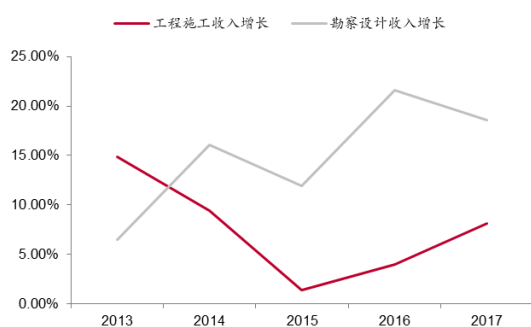
图表 44: 中国铁建收入与同比增速


来源: wind, 中泰证券研究所

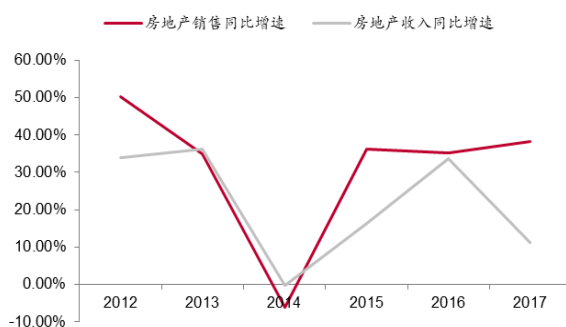
图表 45: 中国铁建归母净利润及增速


来源: wind, 中泰证券研究所

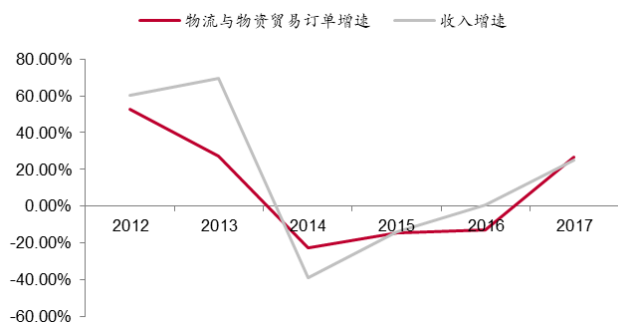
分结构来看：**工程施工与勘察设计业务**逐渐进入订单结转高峰，公司 PPP 开工率约 70%，收入端将持续提升；**房地产方面**，2016-2017 销售复合增速 36.7%，2018 上半年销售延续高速增长，2017 年公司在房地产业务计提 14.9 亿的资产减值，夯实资产质量，未来两年利润有望快速提升；**物流与物资贸易**业务经历了 2014 年钢贸事件冲击后，2017 年进入恢复性复苏周期，随着市场规模不断扩大，公司作为全国最大的工程物资物流企业有望达到甚至超越巅峰水平；**工业制造业务**，受盾构需求的提升，2016-2017 年新签订单增速高达 31.4%，但受制于产能限制，收入端少有起色，公司目前已经积极进行扩产，规划在湖南长沙打造新型轨道交通装备产业园，工业制造业务收入有望进入上升周期。

图表 46: 工程施工与勘察设计收入增速


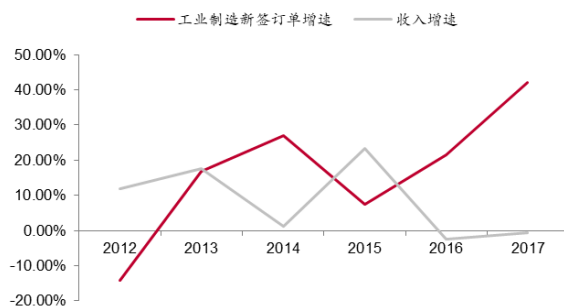
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 47: 房地产销售与收入增速


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 48: 物流与物资贸易订单与收入增速


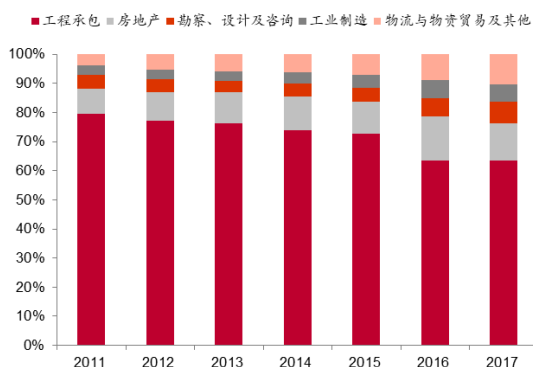
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 49: 工业制造订单与收入增速


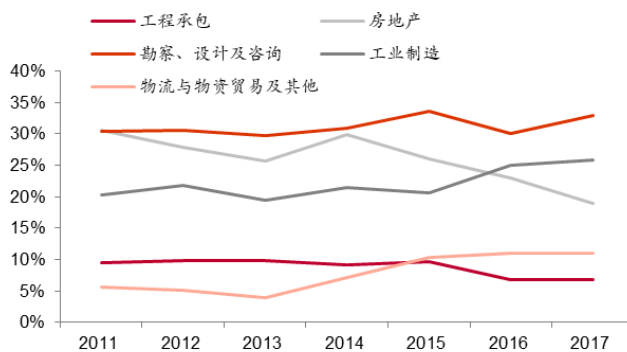
来源: wind, 中泰证券研究所

■ 高毛利业务占比提升, 盈利能力强化

得益于业务结构的持续优化, 公司盈利能力持续提升, 剔除营改增的影响, 公司 2017 年毛利率相比 2016 年提升 0.56 个百分点, 净利率提升 0.12 个百分点。一方面公司积极拓展勘察设计、房地产、工业制造、金融 (包含在物流与物资贸易及其他业务中) 等高毛利业务, 2017 年公司施工毛利润占比已经下降至 63.5%, 勘察设计、房地产、工业制造、物流与物资贸易及其他毛利润占比分别为 7.57%、12.77%、5.84%、10.33%; 另一方面公司对传统工程施工业务结构也进行调整, 毛利率较高公路、城轨、房建收入占比不断提高, 毛利率较低的铁路工程收入占比逐年下降。

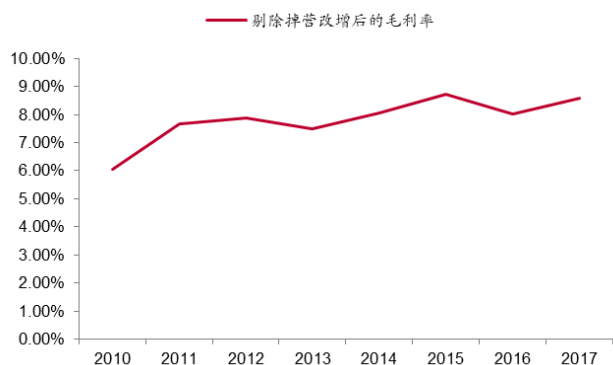
图表 50: 中国铁建毛利结构


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 51: 各部分业务毛利率


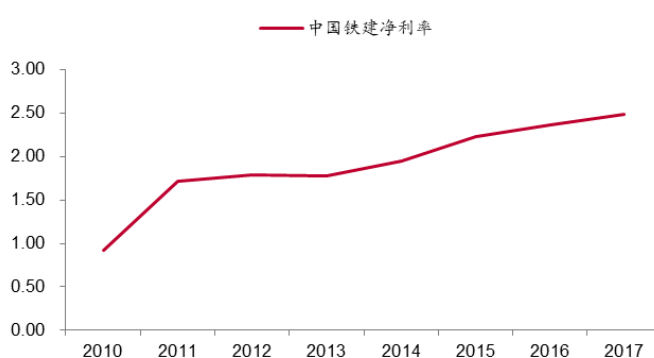
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 52: 中国铁建毛利率



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 53: 中国铁建净利率

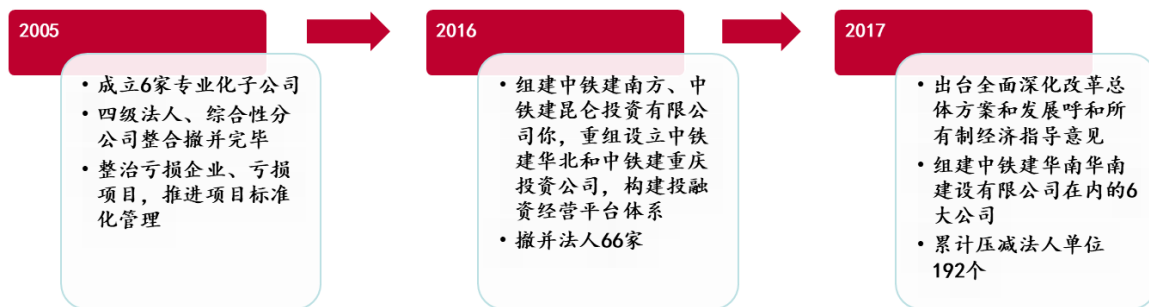


来源: wind, 中泰证券研究所

■ 管理改革深化, 运营效率不断提高

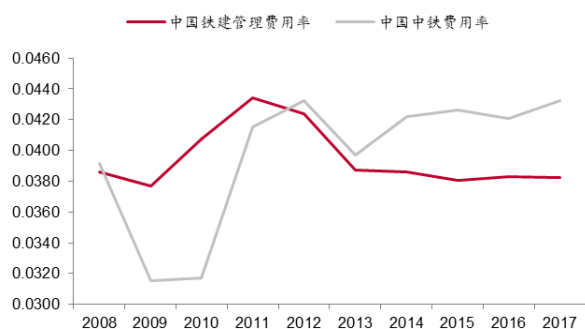
最近三年公司在积极扩张业务的同时, 不断深化管理: 首先优化管理构架, 缩短管理链条。公司在 2015 年完成四级法人的整合撤并, 2017 年累计压缩法人单位 192 个; 其次, 加大资源整合, 2015 年成立 6 家专业化子公司, 2016 年重组中铁建华北和中铁建重庆公司, 构建投融资体系平台, 2017 年组建包括中铁建华南建设有限公司在内的 6 大公司; 最后公司持续整治亏损企业、亏损项目, 推进项目标准化管理。管理改革深化, 公司运营效益不断提升, 2017 年公司管理费用率降至 3.83%, 在建筑央企中仅高于中国建筑。

图表 54: 中国铁建管理改革



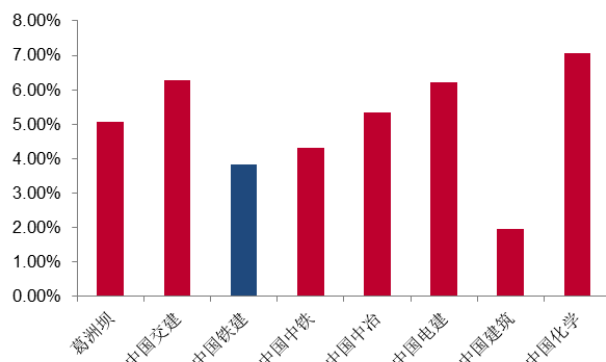
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 55: 中国铁建管理费用率



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 56: 2017 年建筑央企业管理费用率

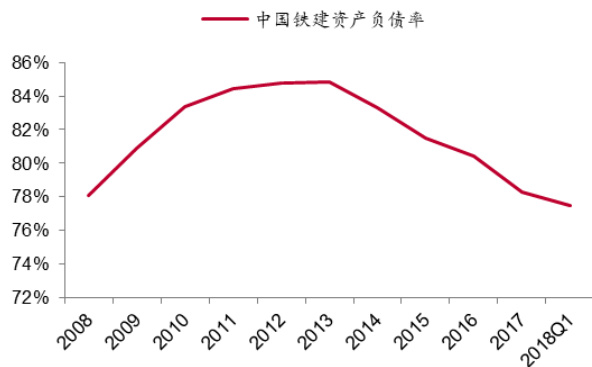


来源: wind, 中泰证券研究所

降杠杆决心大，业绩释放动力强

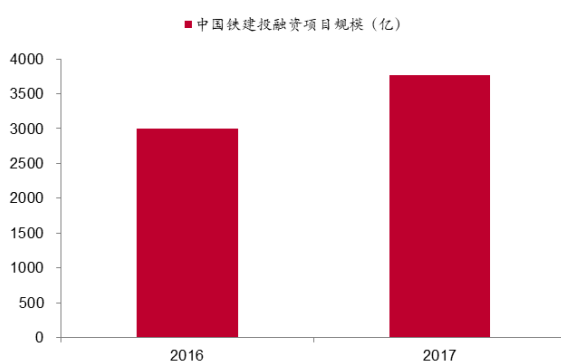
- 从 2014 年开始公司资产负债率已经进入下降通道,从 2013 年的 84.8% 下降至 2017 年一季度的 78.3%,公司在管理方面的深化改革功不可没。按照国资委的要求,到 2020 年需要将资产负债率降至 75%以下。公司 2016-2017 年承接较大规模的 PPP 等投融资项目,合计达到 6772.5 亿,我们估计公司 PPP 开工率在 70%左右,财金 23 号文发布对在一定程度上限制了原有的 PPP 出表模式,部分 PPP 的并表对资产负债率表产生一定冲击,降低资产负债率存在一定压力;降杠杆即使压力也是动力,从公司目前的思路来看,一方面积极通过权益性融资,上半年公司发行永续债 70 亿,积极筹备子公司铁建重工 H 股上市。另一方面积极推进施工,压缩周期,降低资金占用,通过利润的释放做大净资产。另外公司在承接 PPP 项目时,优先选择高回报率、可出表项目,提升投融资项目的质量。

图表 57: 中国铁建资产负债率



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 58: 中国铁建投融资项目规模



来源: wind, 中泰证券研究所

盈利预测与投资建议

核心假设

- 对五大板块业务分拆预测，采用同一套指标体系，基本思路为新签订单-订单转化率-营业收入-毛利率；订单转化率结合历史规律和当下现实情况给出假设
- **核心假设 1: 未来两年新签订单增速分别为 10.76%、5.93%，各部分业务订单假设见表格**
- **核心假设 2: 公司投融资项目开工逐渐趋于正常，公司新签订单转化率逐渐企稳**
- **核心假设 3: 随着投融资项目结转收入比重的提升，公司工程业务毛利率逐渐提高**

盈利预测与投资建议

- 预计公司未来两年收入增速分别为 11.5%、12.6%，归母净利润增速为 22.9%、19.7%，EPS1.45、1.74，对应 PE 为 5.9 倍、5 倍。公司业绩高弹性、高确定性、低估值，性价比高，首次覆盖给予买入评级！

图表 59: 中国铁建业务分拆与假设

单位: 亿元	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
新签订单合计	6811.79	7894.46	8535.80	8277.15	9488.19	12191.92	15083.12	16705.40	17696.74
YOY		15.89%	8.12%	-3.03%	14.63%	28.50%	23.71%	10.76%	5.93%
在手订单合计	11982.50	14918.60	17437.71	17629.78	18085.28	19777.67	23966.30	28303.27	32181.33
YOY		24.50%	16.89%	1.10%	2.58%	9.36%	21.18%	18.10%	13.70%
订单转化率		24.37%	25.02%	23.02%	22.15%	20.79%	19.53%	18.67%	18.60%
营业总收入	4,573.66	4,843.13	5,867.90	5,919.68	6,005.39	6,293.27	6,809.81	7,594.02	8,553.74
YOY		5.89%	21.16%	0.88%	1.45%	4.79%	8.21%	11.52%	12.64%
总成本	4,093.27	4,328.89	5,272.48	5,277.30	5,317.56	5,713.78	6,180.59	6,890.21	7,752.64
毛利率	10.50%	10.62%	10.15%	10.85%	11.45%	9.21%	9.24%	9.27%	9.37%
工程承包									
新签订单	5873.21	6603.43	6907.05	6873.06	8074.38	10592.51	12931.85	14225.04	14936.29
YOY		12.43%	4.60%	-0.49%	17.48%	31.19%	22.08%	10.00%	5.00%
在手未定单	11278.95	13806.37	16016.26	16079.55	16902.69	18129.88	21472.89	24881.45	27752.97
YOY		22.41%	16.01%	0.40%	5.12%	7.26%	18.44%	15.87%	11.54%
理论未定单		13,806.37	16,033.26	17,768.09	18,960.80	22,093.85	25,220.45	29,272.30	32,650.55
调整系数		100.00%	99.89%	90.50%	89.15%	82.06%	85.14%	85.00%	85.00%
订单转化率		22.79%	22.59%	22.37%	21.50%	19.64%	18.81%	18.00%	18.00%
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
营业收入	4,075.41	4,076.01	4,680.15	5,121.23	5,193.13	5,401.35	5,841.28	6,425.63	7,167.19
YOY		0.01%	14.82%	9.42%	1.40%	4.01%	8.14%	10.00%	11.54%
营业成本	3,691.10	3,679.01	4,224.30	4,648.03	4,694.59	5,031.35	5,439.82	5,975.83	6,658.32
毛利率	9.43%	9.74%	9.74%	9.24%	9.60%	6.85%	6.87%	7.00%	7.10%

勘察设计	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
新签订单	75.89	81.81	91.92	100.15	113.46	125.12	170.78	196.40	216.04
YOY		7.81%	12.36%	8.95%	13.28%	10.28%	36.49%	15.00%	10.00%
在手未完成	18.53	27.48	41.79	41.45	50.66	62.91	86.25	110.80	128.12
YOY		48.27%	52.07%	-0.82%	22.23%	24.18%	37.11%	28.46%	15.63%
理论未完成订单		27.48	41.79	51.84	54.10	53.20	88.30	113.06	130.73
调整系数		100.00%	100.00%	79.94%	93.64%	118.24%	97.68%	98.00%	98.00%
订单转化率		72.62%	65.00%	63.47%	65.08%	69.73%	62.22%	60.00%	60.00%
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
营业收入	74.64	72.87	77.61	90.09	100.80	122.57	145.39	169.59	196.10
YOY		-2.37%	6.51%	16.08%	11.89%	21.60%	18.61%	16.64%	15.63%
营业成本	51.95	50.57	55.32	62.24	66.91	85.66	97.55	115.32	133.35
毛利率	30.40%	30.60%	28.73%	30.92%	33.62%	30.12%	32.90%	32.00%	32.00%
工业制造业务	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
新签订单	119.68	102.81	120.19	152.73	164.27	199.62	283.76	326.32	358.96
YOY		-14.10%	16.91%	27.07%	7.56%	21.52%	42.15%	15.00%	10.00%
在手未完成	26.90	29.86	32.49	54.39	73.23	123.17	246.92	383.84	518.10
YOY		11.02%	8.82%	67.40%	34.64%	68.18%	100.48%	55.45%	34.98%
理论未完成订单		29.86	32.49	66.20	71.79	129.45	264.58	412.74	557.10
调整系数		100.00%	100.00%	82.17%	102.01%	95.14%	93.33%	93.00%	93.00%
订单转化率		76.98%	78.35%	64.26%	67.17%	52.56%	34.98%	28.00%	25.00%
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
营业收入	89.15	99.84	117.56	119.02	146.88	143.41	142.35	160.51	185.70
YOY		11.99%	17.74%	1.25%	23.40%	-2.36%	-0.74%	12.76%	15.70%
营业成本	73.18	81.30	97.05	93.41	116.49	107.48	105.46	120.38	139.28
毛利率	17.92%	18.57%	17.44%	21.52%	20.69%	25.05%	25.92%	25.00%	25.00%
物流物资及其他	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
新签订单	577.19	880.50	1122.71	870.47	745.15	649.48	823.21	946.69	1041.36
YOY		52.55%	27.51%	-22.47%	-14.40%	-12.84%	26.75%	15.00%	10.00%
在手未完成	544.84	921.66	1182.31	1240.04	756.28	1049.94	1444.24	1893.62	2356.79
YOY		69.16%	28.28%	4.88%	-39.01%	38.83%	37.55%	31.12%	24.46%
理论未完成订单		898.16	1,151.07	1,508.74	1,515.88	932.74	1,281.45	1,721.47	2,142.53
调整系数		102.62%	102.71%	82.19%	49.89%	112.56%	112.70%	110.00%	110.00%
订单转化率		36.99%	43.70%	26.50%	23.64%	33.65%	31.59%	28.00%	27.00%
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
营业收入	329.22	527.18	893.30	544.03	469.30	473.02	591.70	669.46	792.44
YOY		60.13%	69.45%	-39.10%	-13.74%	0.79%	25.09%	13.14%	18.37%
营业成本	310.52	500.51	857.48	504.97	420.97	421.13	526.40	595.82	705.28
毛利率	5.68%	5.06%	4.01%	7.18%	10.30%	10.97%	11.04%	11.00%	11.00%
房地产	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
销售	140.77	211.65	285.63	268.57	366.14	494.80	684.13	820.96	944.10
YOY		50.35%	34.95%	-5.97%	36.33%	35.14%	38.26%	20.00%	15.00%
待结转	89.10	119.37	157.90	200.03	280.35	380.45	661.44	963.56	1335.36
YOY		33.98%	32.28%	26.68%	40.15%	35.70%	73.86%	45.68%	38.59%
理论未完成订单		119.37	157.98	180.16	279.47	391.96	638.71	963.56	1,335.36

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
调整系数	100.00%	99.95%	111.03%	100.32%	97.06%	103.56%	100.00%	100.00%	100.00%
销售转化率	60.31%	60.99%	57.76%	50.64%	49.44%	40.00%	35.00%	30.00%	30.00%
营业收入	135.38	181.37	247.01	246.31	286.71	383.20	425.87	518.84	572.30
YOY		33.98%	36.19%	-0.28%	16.40%	33.66%	11.14%	21.83%	10.30%
营业成本	94.01	130.82	183.75	172.69	212.13	295.14	345.20	422.85	466.42
毛利率	30.56%	27.87%	25.61%	29.89%	26.01%	22.98%	18.95%	18.50%	18.50%
其他业务新签订单	25.05	13.17	7.34	12.10	24.19	129.53	189.40	190.00	200.00
其他业务在手未完	24.19	13.86	6.96	14.32	22.07	31.33	54.57	70.00	90.00
收入抵消项	-130.13	-114.15	-147.73	-201.01	-191.43	-230.27	-336.78	-350	-360
成本抵消项	-127.47	-113.32	-145.43	-204.04	-193.53	-226.98	-333.80	-340.00	-350.00

来源: wind, 中泰证券研究所

风险提示

- **宏观经济风险。**金融去杠杆造成的信贷收紧、地方政府债务风险、固定资产投资持续下滑等。
- **PPP 政策风险。**PPP 已经成为决定行业趋势的重要变量, PPP 政策目前持续规范可能造成新签订单融资困难, 转化周期继续拉长。
- **订单失速风险。**建筑行业新签订单已经进入小周期尾部, 行业新签订单存在增长失速的风险。

图表 60: 盈利预测 (单位: 百万)

利润表	2016A	2017A	2018E	2019E	资产负债表	2016A	2017A	2018E	2019E
营业收入	629,327.09	680,981.13	759,402.24	855,373.52	现金	128,701.99	141,206.19	140,032.28	140,000.00
YOY(%)	4.8%	8.2%	11.5%	12.6%	交易性金融资产	9,941.76	9,081.51	9,081.51	9,081.51
营业成本	571,377.53	618,059.39	689,020.74	775,264.35	应收款项净额	183,404.48	208,567.98	208,055.41	222,631.46
营业税金及附加	8,144.21	4,950.48	5,520.58	6,218.25	存货	265,780.67	266,604.16	281,039.00	295,175.99
销售费用	4,177.67	4,530.90	5,088.00	5,731.00	其他流动资产	23,471.41	27,438.29	30,598.06	34,464.96
占营业收入比 (%)	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	流动资产总额	611,300.31	652,898.12	668,806.25	701,353.93
管理费用	23,700.62	25,325.93	28,249.76	32,333.12	固定资产净值	42,751.69	50,451.35	51,419.28	53,039.58
占营业收入比 (%)	3.8%	3.7%	3.7%	3.8%	减: 资产减值准备	(600.13)	(4,469.50)	(4,555.25)	(4,698.79)
EBIT	21,538.06	27,382.39	30,720.05	35,023.69	固定资产净额	42,151.56	45,981.85	46,864.03	48,340.79
财务费用	2,731.71	2,875.91	3,186.53	3,100.13	工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00
占营业收入比 (%)	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	在建工程	3,083.43	3,863.58	4,715.89	5,178.97
资产减值损失	(822.54)	(4,101.60)	(2,500.00)	(2,000.00)	固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	147.52	337.00	281.35	255.29	固定资产总额	45,234.99	49,845.43	51,579.92	53,519.76
营业利润	18,131.34	20,909.80	25,314.87	30,178.85	无形资产	45,679.53	40,155.86	39,352.75	38,549.63
营业外净收入	838.24	345.96	562.73	582.31	长期股权投资	7,936.43	17,869.53	27,869.53	38,869.53
利润总额	18,969.58	21,255.76	25,877.60	30,761.16	其他长期资产	49,193.77	61,118.52	61,118.52	61,118.52
所得税	4,118.74	4,336.57	5,279.03	6,275.28	资产总额	759,345.03	821,887.46	848,726.97	893,411.37
所得税率 (%)	21.7%	20.4%	20.4%	20.4%	循环贷款	43,000.50	59,700.57	50,000.00	55,520.94
净利润	14,850.83	16,919.19	20,598.57	24,485.88	应付款项	289,977.47	323,491.51	337,246.80	347,885.99
占营业收入比 (%)	2.4%	2.5%	2.7%	2.9%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	(851.22)	(861.96)	(870.00)	(880.00)	其他流动负债	158,021.36	160,462.76	172,127.84	185,754.92
归属母公司净利润	13,999.61	16,057.24	19,728.57	23,605.88	流动负债	490,999.33	543,654.84	559,374.64	589,161.86
YOY(%)	10.7%	14.7%	22.9%	19.7%	长期借款	69,032.43	58,826.79	58,826.79	58,826.79
EPS (元)	1.03	1.18	1.45	1.74	应付债券	44,902.04	35,677.92	35,677.92	35,677.92
					其他长期负债	5,695.24	5,079.06	5,079.06	5,079.06
主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	负债总额	610,629.05	643,238.61	658,958.41	688,745.63
成长能力					少数股东权益	17,528.91	29,236.86	29,410.86	29,586.86
营业收入	4.8%	8.2%	11.5%	12.6%	股东权益	131,187.07	149,411.98	160,357.70	175,078.87
营业利润	9.2%	15.3%	21.1%	19.2%	负债和股东权益	759,345.03	821,887.46	848,726.97	893,411.37
净利润	10.7%	14.7%	22.9%	19.7%					
获利能力					现金流量表	2016A	2017A	2018E	2019E
毛利率(%)	9.2%	9.2%	9.3%	9.4%	税后利润	13,999.61	16,057.24	19,728.57	23,605.88
净利率(%)	2.4%	2.5%	2.7%	2.9%	加: 少数股东损益	163.04	171.42	174.00	176.00
ROE(%)	10.7%	10.7%	12.3%	13.5%	公允价值变动	822.54	4,101.60	2,500.00	2,000.00
ROA(%)	1.8%	2.0%	2.3%	2.6%	折旧和摊销	12,199.50	12,419.74	11,482.87	12,719.73
偿债能力					营运资金的变动	-7,134.77	-2,669.99	8,424.08	-8,170.13
流动比率	1.25	1.20	1.20	1.19	经营活动现金流	20,049.93	30,080.00	42,309.52	30,331.49
速动比率	0.70	0.71	0.69	0.69	短期投资	2,192.83	860.25	0.00	0.00
资产负债率%	80.4%	78.3%	77.6%	77.1%	长期股权投资	-3,778.63	-9,933.10	-10,000.00	-11,000.00
营运能力					固定资产投资	0.00	-16,065.92	-15,000.00	-16,000.00
总资产周转率	82.9%	82.9%	89.5%	95.7%	投资活动现金流	-1,585.80	-25,138.77	-25,000.00	-27,000.00
应收账款周转天数	106.37	111.79	100.00	95.00	股权融资	309.76	16,819.53	7,000.00	10,000.00
存货周转天数	170.88	159.18	150.00	140.00	长期贷款的增加	21,633.98	-10,205.64	0.00	0.00
每股指标 (元)					公司债券发行	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益	1.03	1.18	1.45	1.74	股利分配	-11,318.18	-12,863.83	-15,782.86	-18,884.71
每股净资产	9.66	11.00	11.81	12.89	计入循环贷款前融	10,625.56	-6,249.94	-8,782.86	-8,884.71
估值比率					循环贷款的增加	-32,637.50	36,882.37	-9,700.57	5,520.94
P/E	8.4	7.3	5.9	5.0	融资活动现金流	-11,696.14	7,562.96	-18,483.43	-3,363.76
P/B	0.9	0.8	0.7	0.7	现金净变动额	6,767.99	12,504.19	-1,173.91	-32.28

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。