

中国铁建(601186)/基础建设

受益基建稳增长, 业绩有望超预期

评级: 买入(维持)

市场价格:

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)	11503.25
市价(元)	11.1
市值(百万元)	146449.42
流通市值(百万元)	128721.31

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 Q3 业绩加速增长, 在手订单充裕
- 2 盈利稳健增长, 订单大幅增长, 估值显著偏低
- 3 新签订单持续加速, 低估值极具吸引力

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	759402.2	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	11.3	10.9	9.5	7.7	6.4
P/B	1.3	1.2	1.0	0.9	0.8

备注:

投资要点
■ 基建稳增长, 政策博弈空间仍然较大

国常会、政治局会议确定了基建稳增长的基调。这一轮政策的博弈空间取决于内需、外需的实际冲击。从目前来看, 内需下滑是比较确定的, 上半年社融数据、基建/地产投资、消费等均出现疲弱, 内需下滑是有惯性的, 且宽松政策存在时滞; 而外需方面, 贸易摩擦常态化的趋势几乎是确定的, 并不断升级, 内外需冲击可能出现共振, 政策博弈空间仍然较大。

■ 铁路投资有望企稳, 中国铁建受益。

考虑到目前公共财政收入、土地财政以及地方债务的压力, 本轮基建稳增长中央适当提升杠杆是合理的选择, 而铁路投资作为国家重大项目的重要抓手, 有望摆在首要位置。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%。短期来看铁路有补订单的需求, 而从目前基建稳增长的政策节奏来看, 铁路投资或率先企稳。中国铁建作为铁路市场的双寡头之一有望收益。

■ 充分减亏, 各项业务齐头并进

公司 2015 年开始对之前的亏损企业、亏损项目进行了彻底的减亏, 基本面发生了非常大的变化, 市场并没有充分的认识; 目前各项业务均处于上升周期, 其中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%, 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。

■ 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%。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。

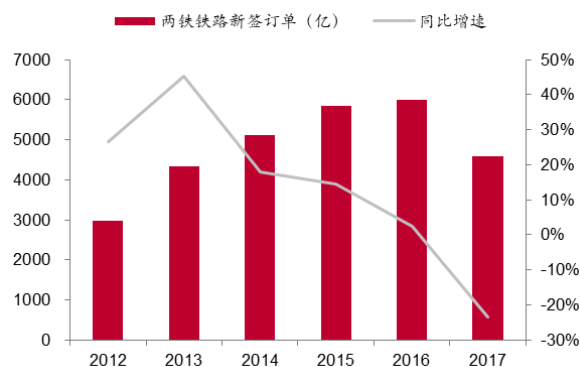
■ 订单储备历史最好, 业绩有望超预期

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。公司 PPP 项目开工率约为 70%, 随着基建稳增长政策的落实, 开工率有望进一步提升, 2018 年有望成为订单结转大年。由于 PPP 项目毛利率较高, 公司利润增速弹性将显著高于收入增速, 业绩有望超预期。

■ 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 7.7 倍、6.4 倍。公司业绩高弹性、高确定性、低估值, 性价比高, 维持买入评级!

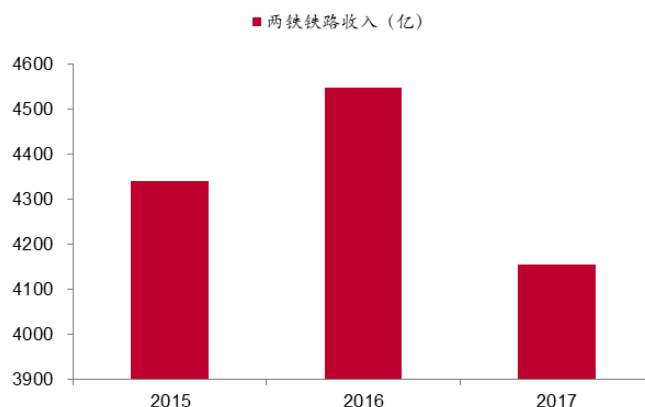
■ 风险提示: 固定资产下滑风险、地方债务风险、订单失速风险

图表 1: 两铁铁路新签订单



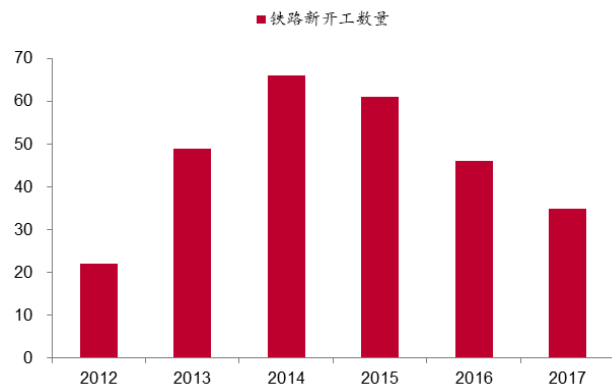
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 2: 两铁铁路收入



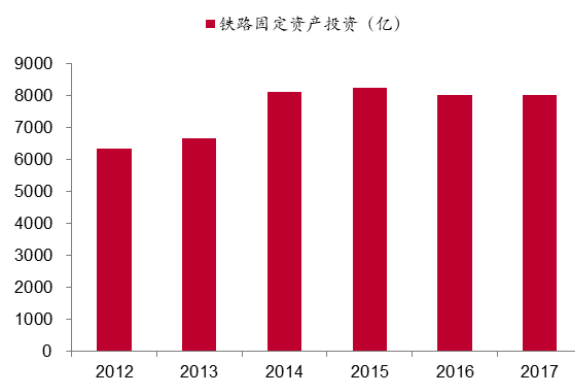
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 3: 铁路新开工项目数量



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 4: 铁路固定资产投资



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 5: 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%
在手未完成	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%

理论未完成订单	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	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	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	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
调整系数		100.00%	99.95%	111.03%	100.32%	97.06%	103.56%	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%
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
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

图表 6: 盈利预测 (单位: 百万)

利润表					资产负债表				
	2016A	2017A	2018E	2019E		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
					负债总额	610,629.05	643,238.61	658,958.41	688,745.63
主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	少数股东权益	17,528.91	29,236.86	29,410.86	29,586.86
成长能力					股东权益	131,187.07	149,411.98	160,357.70	175,078.87
营业收入	4.8%	8.2%	11.5%	12.6%	负债和股东权益	759,345.03	821,887.46	848,726.97	893,411.37
营业利润	9.2%	15.3%	21.1%	19.2%					
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。