

证券研究报告—动态报告
建筑工程
工程施工
中国铁建(601186)
买入
2018年半年报业绩点评

(维持评级)

2018年09月03日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	13600/11500
总市值/流通(百万元)	138900/121900
上证综指/深圳成指	2725/8465
12个月最高/最低(元)	12.64/8.16

相关研究报告:

《国信证券-建筑与工程行业3月投资策略: 风劲帆满, 蓄势谋远》——2018-03-19

《国信证券-建筑工程行业年报&一季报总结: 业绩提速, 基本面持续向好, 重点关注低估值央企和国际工程》——2018-05-08

《国信证券-建筑工程行业2018年下半年投资策略: 博观约取, 坚守价值》——2018-07-02

《国信证券-建筑工程行业2018年中报业绩前瞻暨8月投资策略: 基建投资迎拐点, 重点推荐设计咨询龙头和补短板受益股》——2018-08-06

证券分析师: 周松

 电话: 021-60875163
 E-MAIL: zhou song@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码:
 S0980518030001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

业绩亮眼订单充沛, 有望受益于基建补短板

● 主业稳健, 海外订单高增长

2018年上半年公司实现营业收入3089.81亿, 同比增长6.93%; 归属于上市公司股东的净利润80.09亿, 同比增长22.78%, 业绩略超预期。主营业务工程承包增长稳健, 完成营收2671.85亿, 同比增长5.78%, 占总营收比重为86.47%; 房地产、勘察设计、工业制造等其他业务收入占比在逐步提升, 业务结构进一步优化。公司新签订单6090.29亿, 同比增长10.39%, 其中海外业务新签订单688.51亿元, 同比增长52.74%。目前公司在手的未完成合同达26132.05亿, 是2017年营业收入的3.84倍, 订单充足业绩有保障。

● 净利率提升, 负债水平持续改善

公司2018年上半年毛利率为9.70%, 同比提升0.86pct; 净利率为2.88%, 同比提升0.49pct。毛利率提升主要是因为毛利率较高的设计、房地产等业务占比上升。期间费用率下降1.42pct至3.88%, 其中管理费用率下降1.64pct至2.56%, 财务费用率上升0.22pct至0.68%; 销售费用率为0.64%, 与去年同期持平。资产负债率为77.76%, 相对年初下降0.5pct; 速动比率为0.93倍, 相比年初提升30.99%。公司通过降杠杆清存货, 有效提升了偿债能力。

● Q2净利润增长提速

公司去年Q3、Q4和今年Q1、Q2分别完成营收1714.24亿、2205.97亿、1316.49亿、1773.32亿, 分别同比增长9.08%、7.38%、6.97%、6.89%; 实现净利润40.06亿、55.28亿、34.22亿、45.87亿, 分别同比增长21.34%、13.37%、18.86%和25.87%。Q2净利润增长有所提速。

● 可续期公司债顺利发行, 基建巨头受益基建补短板

公司上半年成功发行了三期可续期公司债券, 总共募集资金70亿元, 目前2016年获批的该项债券额度已经全部发行完毕。近期国常会和中央政治局会议定调基建补短板后, 货币政策逐渐宽松, 融资环境有望改善, 公司将直接受益基建补短板下的投资回暖和流动性释放, 预计未来订单和业绩将会持续回升。

盈利预测与投资建议: 预计公司18-20年EPS为1.37/1.53/1.65元, 对应PE分别为7.6/6.8/6.3倍。维持“买入”评级。

风险提示: 应收账款坏账, 基建投资增速放缓等。

盈利预测和财务指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	629,327	680,981	742,617	800,311	847,113
(+/-%)	4.8%	8.2%	9.1%	7.8%	5.8%
净利润(百万元)	14000	16057	18552	20756	22451
(+/-%)	10.7%	14.7%	15.5%	11.9%	8.2%
摊薄每股收益(元)	1.03	1.18	1.37	1.53	1.65
EBIT Margin	3.4%	4.0%	4.1%	4.2%	4.4%
净资产收益率(ROE)	10.7%	10.7%	12.1%	13.2%	13.9%
市盈率 PE	10.1	8.8	7.6	6.8	6.3
EV/EBITDA	22.3	19.7	22.7	21.2	20.0
市净率(PB)	1.08	0.95	0.93	0.90	0.88

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

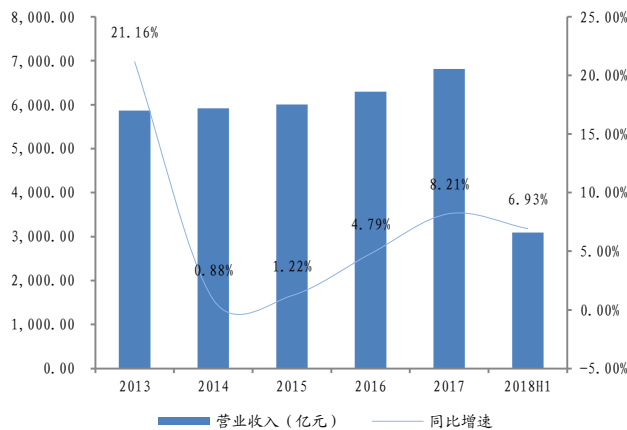
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

业绩亮眼，主业稳健，海外订单高增长

2017 年公司完成营业收入 6809.81 亿元，同比增长 8.21%；实现归母净利润 160.57 亿元，同比增长 14.70%。

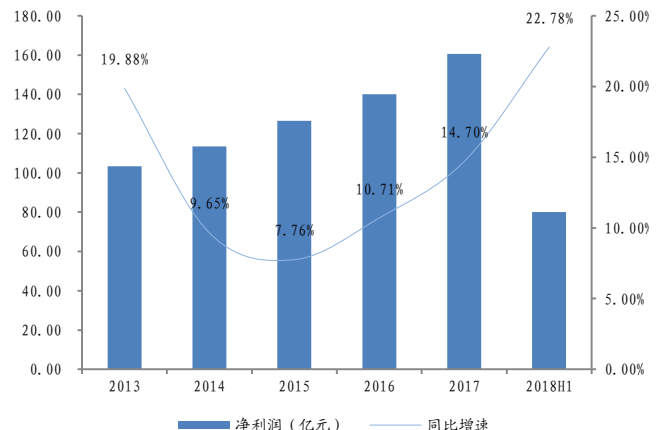
2018 年上半年公司实现营业收入 3089.81 亿，同比增长 6.93%；归属于上市公司股东的净利润 80.09 亿，同比增长 22.78%。公司业绩略超预期，净利润增速高于营收增速主要是因为主营业务工程承包毛利率有所提升，同时毛利率较高的非施工业务营收增速高于施工业务营收增速。

图 1：2018H1 公司营收同比增长 6.93%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

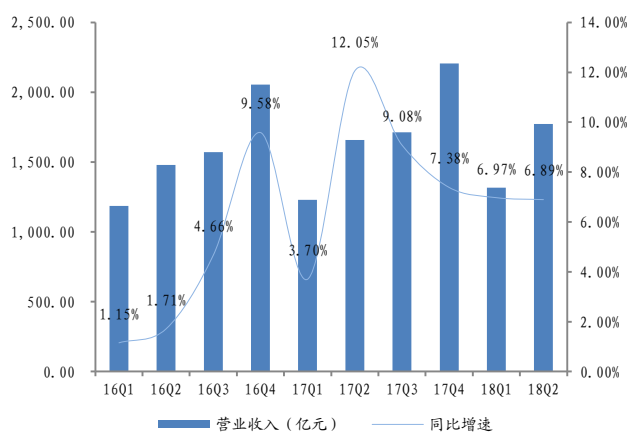
图 2：2018H1 公司净利润同比增长 22.78%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

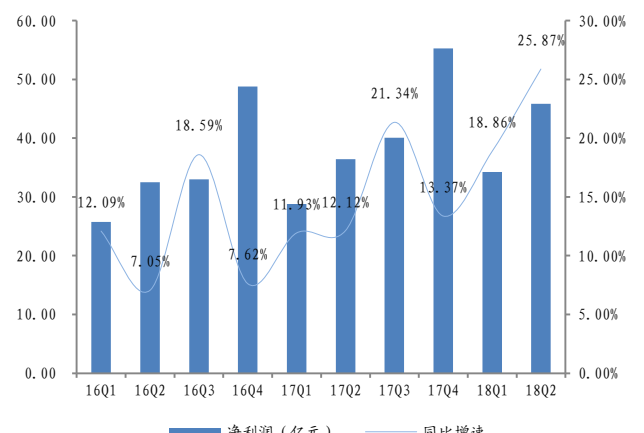
分季度来看，公司的营业收入确认时间主要集中在下半年。今年一季度营收同比增长 6.97%，净利润同比增长 18.86%；二季度营收同比增长 6.89%，净利润同比增长 25.87%。二季度营收增速平稳，净利润增长明显提速。

图 3：公司近几年各季度营收情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 4：公司近几年各季度净利润情况

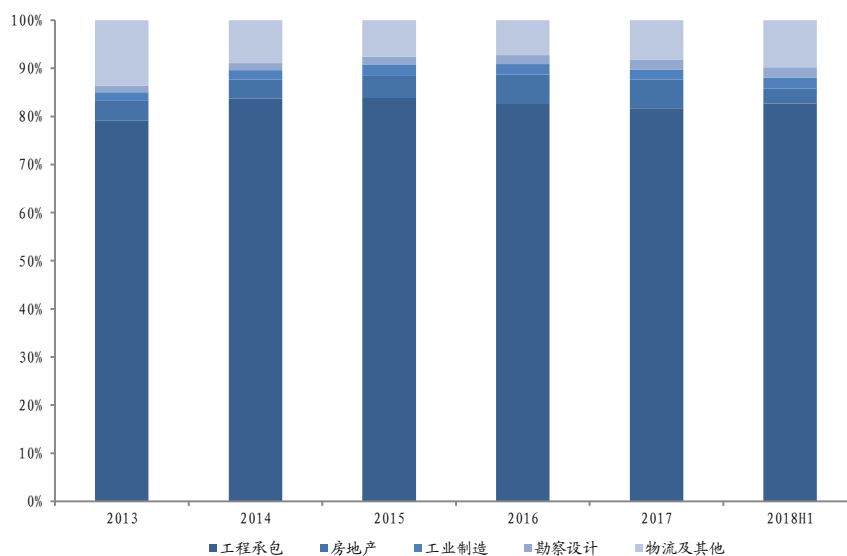


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公司主营业务工程承包完成营收 2671.85 亿，同比增长 5.78%，占总营收比重为 86.47%；勘察设计业务营收 70.26 亿，同比增长 18.35%，占总营收比重为 2.27%；工业制造业务营收 73.98 亿，同比增长 15.20%，占总营收比重为 2.39%；房地产业务营收 99.11 亿，同比增长 9.85%，占总营收比重为 3.21%；物流及

其他业务营收 316.26 亿，同比增长 17.66%，占总营收比重为 10.24%。公司主营业务工程承包增长稳健，房地产、勘察设计、工业制造等其他业务收入占比在逐步提升，公司业务结构进一步优化。

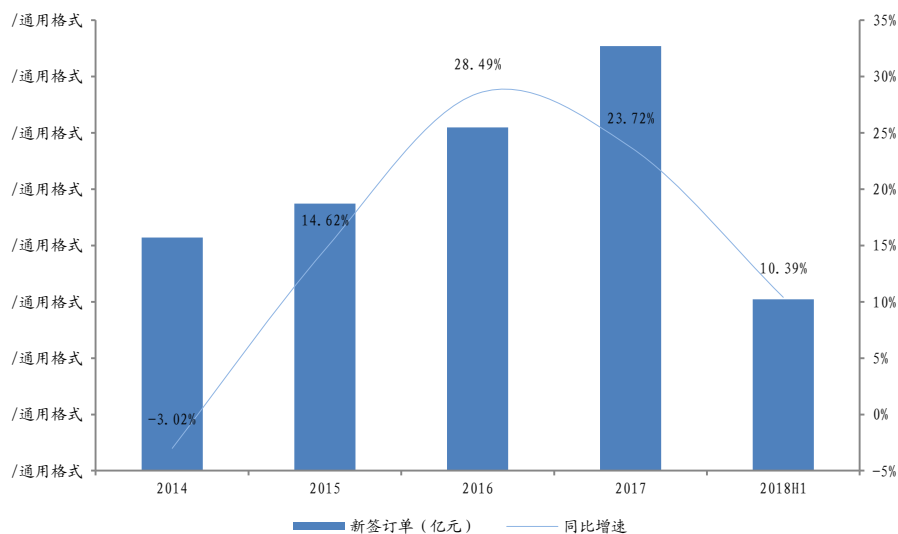
图 5：公司近几年各业务收入占比



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

公司新签订单 6090.29 亿，同比增长 10.39%，其中海外业务新签订单 688.51 亿元，占新签合同总额的 11.30%，同比增长 52.74%。受到 PPP 清库、融资收紧等政策与环境影响，今年上半年公司的新签订单增速有所下滑。目前公司在手的未完成合同达 26132.05 亿，是 2017 年营业收入的 3.84 倍，订单充足未来业绩有望延续稳健增长。

图 6：公司近几年新签订单情况

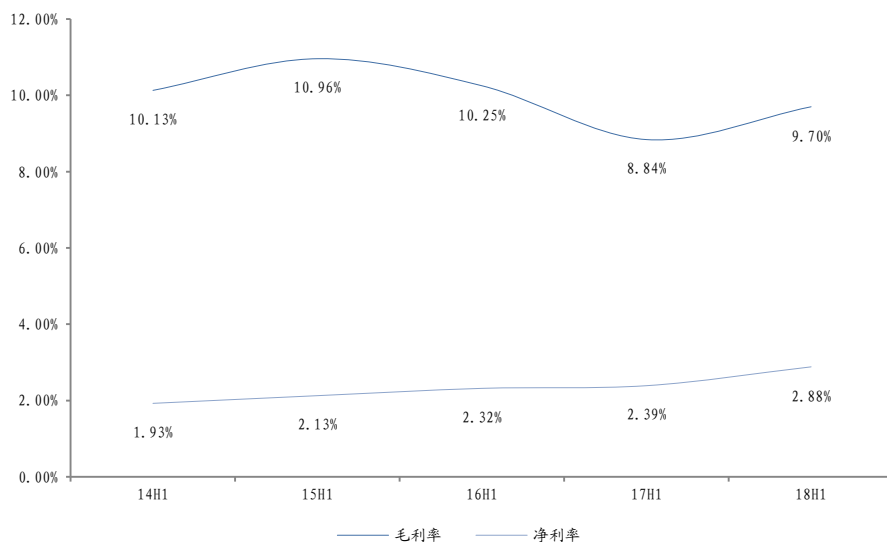


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

期间费用率下降，净利率提升

公司 2018 年上半年毛利率为 9.70%，同比提升 0.86pct；净利率为 2.88%，同比提升 0.49pct。毛利率提升主要是因为毛利率较高的设计、房地产等其他非施工业务增长较快，在总营收中占比提升。

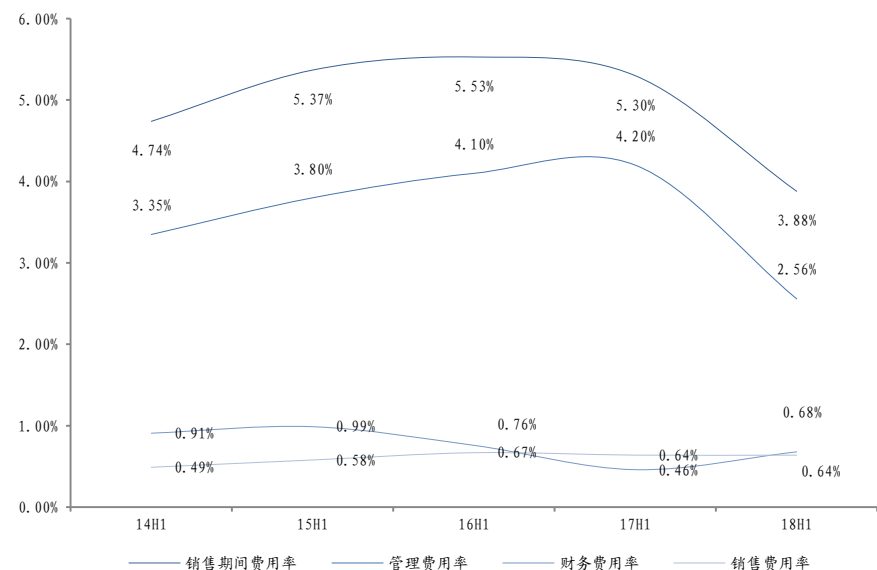
图 7：公司报告期及近几年内的毛利率和净利率情况



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

期间费用率下降 1.42pct 至 3.88%，其中管理费用率下降 1.64pct 至 2.56%，主要是因为公司调整报表会计科目，管理费用不再包含研发费用；财务费用率上升 0.22pct 至 0.68%；销售费用率为 0.64%，与去年同期持平。

图 8：公司报告期及近几年内的费用率指标情况

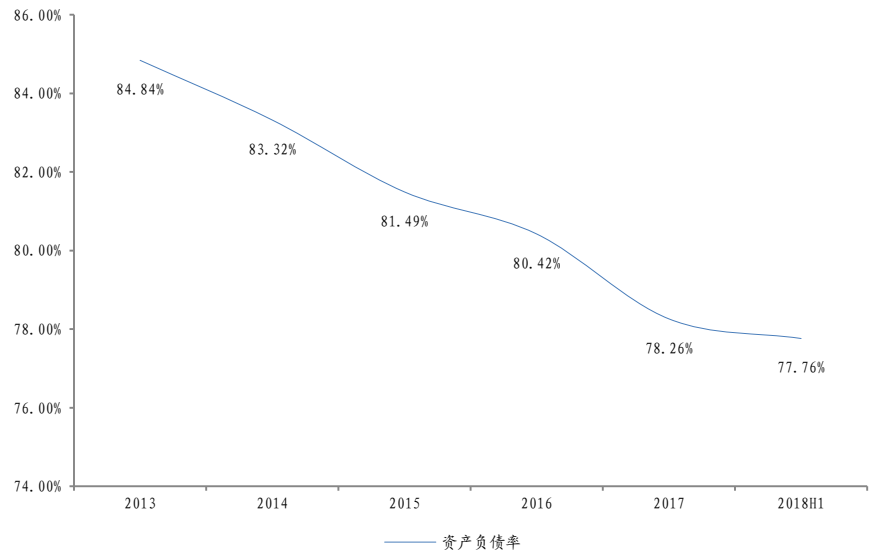


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

清存货降杠杆，偿债能力大幅改善

截至 2018 年上半年，公司的资产负债率为 77.76%，相对年初下降 0.5pct。近年来公司降杠杆效果显著，资产负债率逐年下降，长期偿债能力得到持续改善。

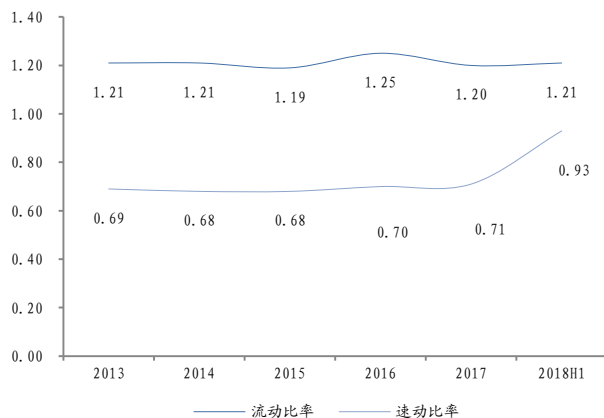
图 9：公司近几年的资产负债率情况



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

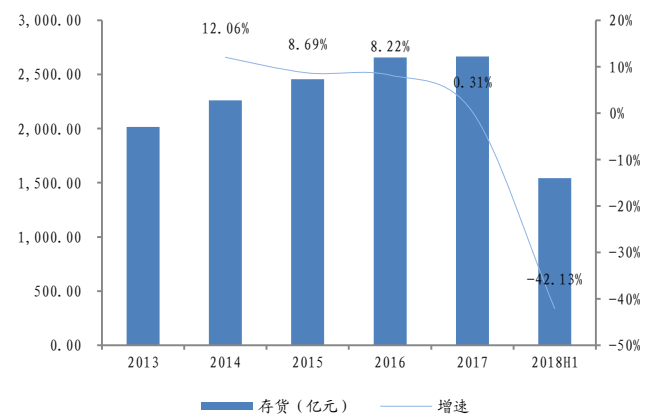
截至 2018 年上半年，公司的流动比率为 1.21 倍，相比年初上升 0.83%，速动比率为 0.93 倍，相比年初提升 30.99%。速动比率提升较大主要是因为报告期内公司的存货大幅减少，公司的短期偿债能力得到有效提升。

图 10：公司近几年速动比率和流动比率情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 11：公司 2018 年上半年存货大幅减少

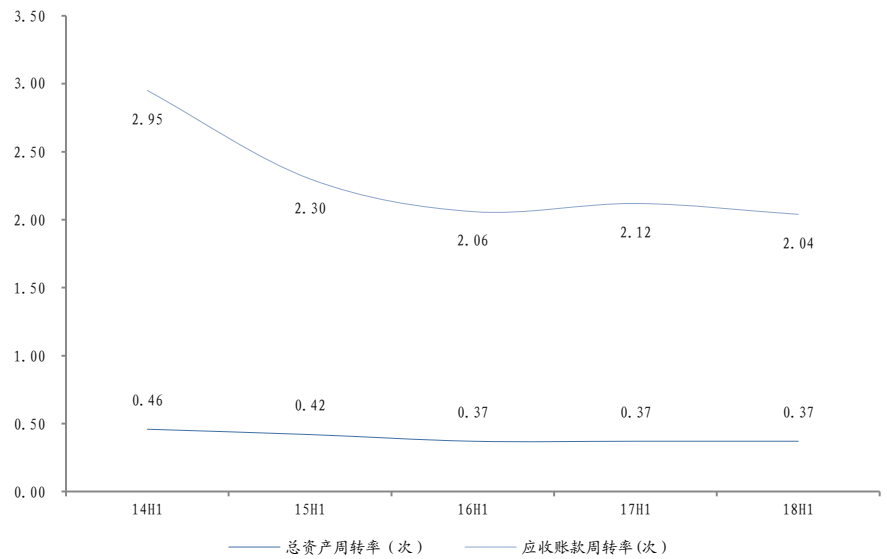


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

运营能力保持平稳

2018 年上半年，公司总资产周转率为 0.37 次，与去年同期持平；应收账款周转率为 2.04 次，同比下降 3.77%。近年来公司的总资产周转率和应收账款周转率变动不大，运营能力保持平稳。

图 12: 公司的总资产周转率和应收账款周转率保持平稳



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

可续期公司债顺利发行, 基建巨头受益基建补短板

公司于 2016 年获证监会批准分期向合格投资者公开发行面值总额不超过 150 亿元的可续期公司债券, 今年上半年公司成功发行了剩余三期公司债券, 总共募集资金 70 亿元, 加上 2016 年 6 月首期发行的 80 亿元, 目前公司该项债券额度已全部发行完毕。

表 1: 公司可续期债券各期发行情况

发行时间	募集资金 (亿元)	票面利率
2016 年 6 月	80	3.53%
2018 年 3 月	30	5.56%
2018 年 4 月	20	5.23%
2018 年 5 月	20	5.30%
总计	150	

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

在国常会和中央政治局会议定调基建补短板后, 基建投资的预期显著提升。为了保障中西部基础设施建设的资金需求, 货币政策逐渐宽松, 融资环境有望改善, 作为铁路、公路等传统基建领域的巨头, 公司将直接受益基建补短板下的投资回暖和流动性释放, 预计未来订单和业绩将会持续回升。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	141206	141206	141206	141206	营业收入	680981	742617	800311	847113
应收款项	208568	218318	235279	249038	营业成本	618059	673633	725183	767801
存货净额	266604	293516	315278	333029	营业税金及附加	4950	5421	5602	5506
其他流动资产	27438	29464	31753	33610	销售费用	4531	4976	5202	5083
流动资产合计	652898	691586	732598	765965	管理费用	26058	28280	30415	31723
固定资产	49845	69398	87621	103875	财务费用	2876	3755	4438	5286
无形资产及其他	40156	39353	38550	37747	投资收益	337	281	281	281
投资性房地产	61119	61119	61119	61119	资产减值及公允价值变动	(4102)	(2839)	(2839)	(2839)
长期股权投资	17870	22668	27467	32265	其他收入	168	0	0	0
资产总计	821887	884123	947354	1000971	营业利润	20910	23996	26913	29157
短期借款及交易性金融负债	59701	69996	90085	107669	营业外净收支	346	563	563	563
应付款项	323492	356145	382552	404090	利润总额	21256	24558	27476	29720
其他流动负债	160463	176556	189635	200119	所得税费用	4337	5010	5606	6063
流动负债合计	543655	602696	662272	711877	少数股东损益	862	996	1114	1205
长期借款及应付债券	94505	94505	94505	94505	归属于母公司净利润	16057	18552	20756	22451
其他长期负债	5079	4385	3692	2998					
长期负债合计	99584	98890	98196	97503	现金流量表 (百万元)				
负债合计	643239	701587	760468	809380	净利润	16057	18552	20756	22451
少数股东权益	29237	29435	29657	29896	资产减值准备	3869	1816	1315	1465
股东权益	149412	153102	157229	161694	折旧摊销	12420	6827	8657	10476
负债和股东权益总计	821887	884123	947354	1000971	公允价值变动损失	4102	2839	2839	2839
					财务费用	2876	3755	4438	5286
关键财务与估值指标					营运资本变动	(2670)	11181	(905)	(574)
每股收益	1.18	1.37	1.53	1.65	其它	(3698)	(1618)	(1094)	(1225)
每股红利	0.95	1.09	1.22	1.32	经营活动现金流	30080	39597	31568	35432
每股净资产	11.00	11.27	11.58	11.91	资本开支	(16066)	(30231)	(30231)	(30231)
ROIC	8%	8%	8%	9%	其它投资现金流	860	0	0	0
ROE	11%	12%	13%	14%	投资活动现金流	(25139)	(35030)	(35030)	(35030)
毛利率	9%	9%	9%	9%	权益性融资	16820	0	0	0
EBIT Margin	4%	4%	4%	4%	负债净变化	(10206)	0	0	0
EBITDA Margin	6%	5%	5%	6%	支付股利、利息	(12864)	(14863)	(16628)	(17986)
收入增长	8%	9%	8%	6%	其它融资现金流	36882	10295	20090	17583
净利润增长率	15%	16%	12%	8%	融资活动现金流	7563	(4568)	3462	(403)
资产负债率	82%	83%	83%	84%	现金净变动	12504	0	(0)	0
息率	9.1%	10.5%	11.7%	12.7%	货币资金的期初余额	128702	141206	141206	141206
P/E	8.8	7.6	6.8	6.3	货币资金的期末余额	141206	141206	141206	141206
P/B	0.9	0.9	0.9	0.9	企业自由现金流	15480	11901	4511	9123
EV/EBITDA	19.7	22.7	21.2	20.0	权益自由现金流	42156	19208	21068	22499

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032