

证券研究报告—深度报告

建筑与工程

建筑工程

中国铁建(601186)
买入

(维持评级)

2018年09月20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)	13579/11503
总市值/流通(百万元)	142100/123900
上证综指/深圳成指	2700/8133
12个月最高/最低(元)	12.54/7.85

相关研究报告:

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

《国信证券-行业点评: 建筑行业估值处于历史底部: 政策放松, 预期改善》——2018-07-24

《国信证券-行业点评: 建筑行业空间还有多少? 买什么?》——2018-07-27

《国信证券-建筑行业 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

《国信证券-建筑行业 2018 年中报总结: 行业增速放缓, 设计咨询、化学工程高增长, 投资迎来拐点》——2018-09-04

《国信证券-建筑行业 9 月投资策略: 政策放松, 重点推荐补短板基建、设计咨询和装饰龙头》——2018-09-07

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。

深度报告

基建龙头, 补短板优先受益, 多元布局迸发活力

● 基建龙头, 业绩提速

公司是我国最大的铁路建设集团之一, 参与建设了我国几乎所有的大型铁路项目, 主营业务是铁路、公路、城轨等领域的基建工程, 基建订单居于建筑央企榜首, 在高原、高寒、高铁等设计施工领域享有技术优势。2017 年实现营收 6810 亿, 同比增长 8.21%; 净利润 161 亿, 同比增长 14.7%。2018 年上半年营收和净利润分别同比增长 7% 和 23%, 主营业务工程承包占比 86%。公司第一大股东为中国铁道建筑有限公司, 持股 51.13%, 实控人为国资委。

● 基建投资迎来拐点, 补短板将成为重点

2018 年 1-8 月, 受降杠杆、PPP 清库等影响, 基建投资增速下滑至 4.2%。7 月以来, 政策转向宽松, 未来在专项债加速落地、乡村振兴战略、规范 PPP 项目正常发展等推动下, 基建投资增速有望企稳回升, 预计全年增速在 10% 以上。补短板将成重点, 区域上主要在中西部地区, 结构上主要是交通和生态环保。公路投资有望持续景气, 铁路轨道交通投资有望超预期。

● 订单充沛, 多元业务迸发活力

2018 年上半年新签订单额达到 6090 亿, 同比增长 10.39%, 近三年 CAGR 达 25.59%; 在手订单余额接近 2.6 万亿, 营收保障比超 3.5 倍。其中海外新签订单逆势高增长 52%, 铁路、公路、市政、房建、城轨 2017 年新签订单规模均超 2000 亿, 且公路、市政等毛利率较高的领域订单增长迅猛。勘察设计、工业制造、物流贸易等多元业务 2017 年新签订单分别增长 37%、42% 和 27%, 盈利能力强, 营收占比只有 12%, 但贡献了 35% 的净利润。

● 基本面稳健, 估值有望回升

盈利能力稳中有升, ROE、毛利率均逐年提升; 负债率比 2013 年下降 7.08pct 至 77.76%, 偿债能力和运营能力稳中向好。新掌舵人有望助推公司效率提升。PB 破净值只有 0.91 倍, 在基建企业中估值最低, 政策强化后估值有望回升。

● 盈利预测及建议

预计公司 18-20 年 EPS 为 1.37/1.53/1.65 元, 对应 PE 分别为 7.9/7.0/6.5 倍, 给予“买入”评级。

风险提示: 应收账款坏账, 基建投资放缓, 海外项目不及预期等。

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	10.4	9.1	7.9	7.0	6.5
EV/EBITDA	22.4	19.8	22.8	21.3	20.1
市净率(PB)	1.11	0.98	0.96	0.93	0.90

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

投资摘要

盈利预测与投资建议

公司工程承包业务稳健，在手订单充沛，且盈利能力较强的公路、市政订单保持高速增长，工程板块有望稳中向好。公司非工程板块发展迅速，盈利能力持续优化，迸发出强劲的发展活力，未来公司整体盈利能力有望持续提升。我们预计公司 18/19/20 年 EPS 为 1.37/1.53/1.65 元，股价对应同期 7.9/7.0/6.5 倍 PE，给予“买入”评级。

核心假设或逻辑

我们将各业务进行分拆，具体每项的预测如下。

表 1：公司业务收入拆分（亿元）

收入预测	2016	2017	2018E	2019E	2020E
工程承包					
收入	5,401.35	5,841.28	6308.58	6750.18	7222.70
增长率	4.01%	8.14%	8.00%	7.00%	7.00%
毛利率	6.85%	6.87%	6.90%	6.95%	6.95%
房地产开发					
收入	383.20	425.87	468.46	505.93	531.23
增长率	33.65%	11.14%	10.00%	8.00%	5.00%
毛利率	22.98%	18.95%	19.00%	19.10%	19.10%
勘察设计					
收入	122.57	145.39	167.20	183.92	202.31
增长率	21.60%	18.62%	15.00%	10.00%	10.00%
毛利率	30.12%	32.90%	33.00%	33.10%	33.10%
工业制造					
收入	143.41	142.35	142.35	146.62	153.95
增长率	-2.36%	-0.74%	0.00%	3.00%	5.00%
毛利率	25.05%	25.92%	26.00%	26.10%	26.20%
物流及贸易					
收入	473.02	591.70	710.04	816.55	781.04
增长率	0.79%	25.09%	20.00%	15.00%	10.00%
毛利率	10.97%	11.04%	11.10%	11.20%	11.20%
内部业务抵消					
收入	-230.27	-336.78	-370.46	-400.09	-420.10
增长率	20.29%	46.25%	10.00%	8.00%	5.00%
毛利率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
合计					
收入	6,293.28	6,809.81	7,426.17	8,003.11	8,471.13
增长率	4.79%	8.21%	9.05%	7.77%	5.85%
毛利率	9.21%	9.24%	9.29%	9.39%	9.36%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所分析师归纳整理及预测

核心假设:

- (1) 工程承包业务在充足订单推动下, 业绩保持稳健增长;
- (2) 勘察设计业务受益于工程订单的推动, 持续保持较快增长;
- (3) 工业制造保持稳健发展, 物流贸易保持较快增长, 毛利率均平稳向上;
- (4) 房地产业务保持稳健增长。

与市场预期的差异之处

1) 市场普遍认为公司业务以铁路建设为主, 毛利率和盈利能力提升空间有限。我们通过对公司工程业务进行研究, 发现公司铁路工程的比重很低, 已经形成铁路、公路、市政、房建、城轨“五足鼎立”的局面, 互补效应明显, 且毛利率较高的公路和市政增长迅速, 公司未来整体毛利率水平有望持续提升。

2) 市场普遍认为基建投资将放缓, 公司作为基建龙头发展空间有限。一方面, 伴随政策层面的宽松, 基建投资将迎来拐点, 公司前期的基建订单有望陆续落地, 基建订单增速也有望回归较快增长。另一方面, 公司在工业制造、物流贸易等多元业务方面的布局, 已经能贡献公司近半的净利润, 且这些板块都保持良好的发展势头。同时, 公司布局的投融资项目, 也逐步进入运营期, 有望为公司提供长期稳定的业务收入。

股价变化的催化因素

短期催化因素: 川藏铁路等订单中标, 业绩超预期;

长期催化因素: 公司订单转化为营收, 投融资项目发力;

风险提示:

应收账款坏账, 基建投资放缓, 海外项目不及预期等。

内容目录

投资摘要	2
估值与投资建议	7
绝对估值法	7
估值的敏感性分析	8
相对估值法	8
铁道兵起家的基建龙头	9
源自铁道兵，稳居基建龙头	9
央企龙头，技术优势明显	10
业务贯穿产业链上下游，坐拥五大千亿级工程市场	11
主业稳健，多元业务迸发活力	12
业绩稳中向好，现金流充裕	12
核心业务稳健，多元业务迸发活力	14
基本面良好，财务指标全面优化	19
基建回暖优先受益，补短板将成为重点	21
基建投资有望迎拐点	21
政策持续强化	23
中西部基建投资和生态环保是补短板重点	25
交通扶贫进入攻坚期，将是基建投资的增长点	26
订单充沛保障业绩，模式升级改善盈利	29
订单充沛，有望加速业绩释放	29
向“综合运营商”转型，盈利能力有望提升	33
估值低有望迎来拐点	35
盈利预测与投资评级	36
风险提示	36
附表：财务预测与估值	37
国信证券投资评级	38
分析师承诺	38
风险提示	38
证券投资咨询业务的说明	38

图表目录

图 1: 公司历史沿革.....	9
图 2: 公司是全球最大的工程承包商之一.....	9
图 3: 公司新签基建订单规模连续多年稳健榜首.....	10
图 4: 公司股权结构.....	10
图 5: 公司六大核心业务板块.....	11
图 6: 公司 2017 年营收 6810 亿, 近几年增速逐年增长.....	12
图 7: 国家铁路领域固定资产投资情况.....	12
图 8: 公司近几年的净利润水平平稳向上, 增速在 2018 年上半年有所提速.....	13
图 9: 公司近几年的经营现金流净值均高于归母净利润水平.....	13
图 10: 公司工程承包业务保持稳健增长.....	14
图 11: 公司基建工程业务稳健增长.....	14
图 12: 公司房建工程业务稳健增长.....	14
图 13: 公司工程承包业务毛利率稳步提升.....	15
图 14: 公司房地产销售额持续保持高位增长.....	15
图 15: 公司房地产营业收入稳中有增, 业绩向好.....	16
图 16: 公司多元业务近几年营收增速.....	17
图 17: 公司多元业务 2017 年占比营收比重比较低.....	17
图 18: 公司多元业务 2017 年贡献净利润比重大.....	17
图 19: 公司工业制造等多元业务毛利率水平稳中有升.....	18
图 20: 公司近几年海外业务保持稳健增长.....	18
图 21: 公司净资产收益率企稳回升, 2017 年为 12.16%.....	19
图 22: 公司毛利率企稳回升, 净利率持续优化.....	19
图 23: 公司期间费用率持续下降.....	19
图 24: 公司资产负债率逐年下降, 2018H1 为 77.76%.....	20
图 25: 公司偿债能力较为平稳, 流动比率和速动比率保持在稳定区间.....	20
图 26: 公司运营能力稳中向好, 各项运营指标稳中有增.....	21
图 27: 固定资产投资增速有所放缓.....	21
图 28: 房建投资维持高位, 基建投资明显放缓, 工建投资企稳回升.....	22
图 29: 基建投资增速走势图.....	22
图 30: 房地产投资增速走势图.....	22
图 31: 今年地方政府一般和专项债券月度发行额.....	24
图 32: 今年地方政府新增和置换债券月度发行额.....	24
图 33: 中西部地区主要省份的城镇化率远低于全国平均水平.....	25
图 34: 环境治理投资规模有望超 2 万亿元.....	26
图 35: 我国铁路固定资产投资 2013-2018 年 6 月的情况.....	27
图 36: 我国铁路运营里程 2013-2017 年的情况.....	27
图 37: 我国轨道交通运营路线长度持续保持快速增长.....	28
图 38: 我国在建轨道交通的城市数和线路长度持续增长.....	28
图 39: 公路建设固定资产投资情况.....	28
图 40: 公司新签订单额持续保持快速增长, 近三年 CAGR 达到 25.59%.....	29

图 41: 公司在手订单余额达 2.6 万亿元, 营收保障比超 3.5 倍	29
图 42: 公司 2017 年订单结构占比	30
图 43: 公司公路、城轨、市政三个领域订单增长强劲, 近三年 CAGR 均高于 40%	31
图 44: 中国中铁市政、公路的毛利率水平远高于铁路	31
图 45: 川藏铁路规划路线图	32
图 46: 公司非工程业务订单均实现高增长	32
图 47: 典型的投资运营模式	34
图 48: 万喜集团的毛利率持续保持在较高水平	34
图 49: 万喜集团特许经营业务的净利润占比达 65%	34
图 50: 纵向来看, 公司的估值当前处在历史低位	36
图 51: 公司的 PE 估值在主要建筑央企中排倒数第 3 名	36
图 52: 公司的 PB 估值在主要建筑央企中排倒数第 3 名	36
表 1: 公司业务收入拆分 (亿元)	2
表 2: 估值假设	7
表 3: FCFE 估值表	7
表 4: 基于 FCFE 针对折现率和永续增长率的敏感性分析结果 (元)	8
表 5: 可比公司的估值对比 (截止至 2018 年 9 月 18 日)	8
表 6: 公司技术优势明显	11
表 7: 公司各区域房地产库存情况	16
表 8: 2018 年 7 月份以来主要宏观政策梳理	23
表 9: 近期关于城乡区域协调发展有关的政策	25
表 10: 2018 年 1-6 月铁路、公路、城轨合计固定资产投资额约为 1.06 万亿元	27
表 11: 发改委重启轨道交通审批以来的获批项目	28
表 12: 公司工程承包各细分领域的新签订单情况 (亿元)	30
表 13: 主要建筑央企近几年海外订单情况	33
表 14: 公司各区域持有待开发土地情况	33
表 15: 公司主要的大型投融资项目	35
表 16: 公司新掌舵人陈奋健先生的履历	35

估值与投资建议

绝对估值法

我们采用 FCFF 估值法对公司进行绝对估值，根据以下假设得出公司合理价值为 14.44 元。

表 2: 估值假设

	合理值	参考值
无杠杆 Beta	0.61	
无风险利率	2.50%	
股票风险溢价	10.00%	
公司股价	10.87	
发行在外股数	13580	
股票市值(E)	147610	147610
债务总额(D)	164500	164500
Kd	5.30%	5.30%
T	20.40%	20.40%
Ka	8.60%	
有杠杆 Beta	1.15	1.15
Ke	14.01%	
E/(D+E)	47.29%	47.29%
D/(D+E)	52.71%	52.71%
WACC	8.85%	

资料来源：国信证券经济研究所分析师预测

表 3: FCFF 估值表

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	TV
EBIT	30,308	33,909	37,000	38,890	40,875	42,959	45,147	47,445	49,857	52,390	
所得税税率	20.40%	20.40%	20.40%	20.40%	20.40%	20.40%	20.40%	20.40%	20.40%	20.40%	
EBIT*(1-税率)	24,124	26,991	29,452	30,956	32,536	34,195	35,936	37,765	39,685	41,702	
折旧与摊销	6,827	8,657	10,476	12,449	14,467	16,499	18,532	20,563	22,592	24,619	
营运资金的净变动	11,181	(905)	(574)	(393)	(580)	(780)	(984)	(1,190)	(1,397)	(1,606)	
资本性投资	(30231)	(30231)	(30231)	(30231)	(30231)	(30231)	(30231)	(30231)	(30231)	(30231)	
FCFF	11901	4511	9123	12781	16192	19682	23253	26907	30649	34483	513482
PV(FCFF)	10934	3807	7074	9105	10596	11833	12843	13653	14288	14768	219910
核心企业价值	328,812.0										
减：净债务	132,750.7										
股票价值	196,061.3										
每股价值	14.44										

资料来源：国信证券经济研究所分析师预测

估值的敏感性分析

我们对公司股价进行敏感性分析,假设折现率和永续增长率变化值分别为 0.5%,则我们计算得出公司股价区间在 11.45-18.43 元/股,估值中枢为 14.44 元/股。

表 4: 基于 FCFF 针对折现率和永续增长率的敏感性分析结果 (元)

14.44	7.8%	8.3%	8.85%	9.3%	9.8%
3.5%	27.10	22.78	19.28	16.40	13.98
3.0%	24.05	20.40	17.39	14.87	12.73
2.5%	21.57	18.43	15.80	13.56	11.65
2.0%	19.52	16.77	14.44	12.44	10.70
1.5%	17.78	15.35	13.26	11.45	9.87
1.0%	16.31	14.13	12.24	10.59	9.13
0.5%	15.03	13.06	11.33	9.82	8.47

资料来源: 国信证券经济研究所预测

相对估值法

选取中国中铁等相似的建筑央企作为比较对象,根据 wind 一致预期数据,同行可比对象 2018 年估值均值为 9.29 倍,考虑到当前整个建筑板块均处于低位,我们按照 10.0-12.0 倍给予公司估值,而公司 2018 年的 EPS 预估为 1.37 元,则合理估值为 13.70-16.44 元/股。

表 5: 可比公司的估值对比 (截止至 2018 年 9 月 18 日)

股票代码	简称	当前股价 (元/股)	市值 (亿元)	EPS		PE
				2018E	2018E	2018E
601668.SH	中国建筑	5.40	2267.20	0.88		6.14
601390.SH	中国中铁	7.60	1670.94	0.78		9.74
601800.SH	中国交建	12.23	1719.22	1.38		8.86
601669.SH	中国电建	5.38	823.09	0.54		9.96
601618.SH	中国中冶	3.48	670.39	0.32		10.88
601117.SH	中国化学	6.74	332.48	0.51		13.22
600068.SH	葛洲坝	7.31	336.61	1.17		6.25
	平均	6.88	1117.13	0.80		9.29
601186.SH	中国铁建	10.77	1409.64	1.37		10.00-12.00

资料来源: WIND 一致预期、国信证券经济研究所分析师整理预测 (其他可比公司数据均来源于 wind)

铁道兵起家的基建龙头

源自铁道兵，稳居基建龙头

中国铁建股份有限公司（简称“中国铁建”）前身是铁道兵，最早组建于 1948 年，1989 年成立总公司，2000 年与铁道部脱钩转为中央企业，并于 2008 年分别在 A 股和 H 股（港股）上市，股票代码分别为 601186.SH 和 1186.HK。

图 1：公司历史沿革



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

全球最大工程承包商之一：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一，2018 年《财富》“世界 500 强企业”排名第 58 位，2017 年“中国企业 500 强”排名第 14 位，“全球 250 家最大承包商”排名第 3 位，总资产规模超 8000 亿元。

图 2：公司是全球最大的工程承包商之一

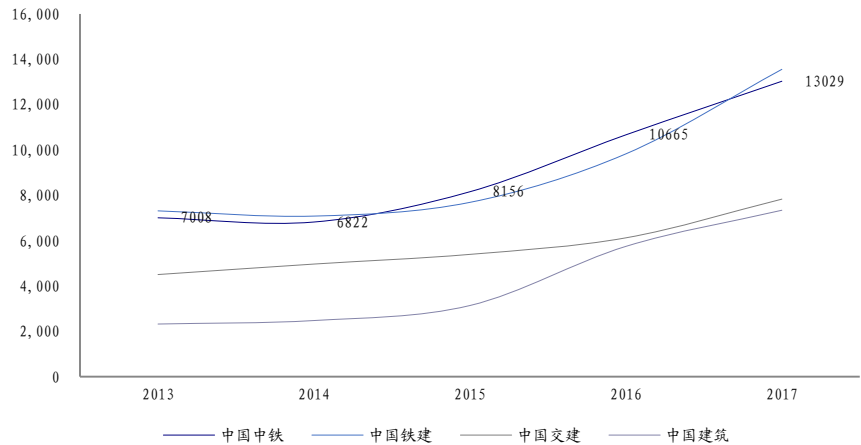


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

稳居基建龙头：公司是我国最大的铁路建设集团之一，参与建设了我国几乎所有的大型铁路建设项目；公司是我国最大的公路工程承包商之一，主要业务集中于高速公路和高等级公路的修建，尤其擅长修建难度大、技术标准高的公路桥梁和隧道；公司也是城轨建设、房屋建设和市政工程等领域的领军企业，并涉足水利水电、机场码头等绝大部分基础设施建设领域。

公司新签基建订单规模（工程订单除去房建订单）连续多年位列中国建筑企业榜首，为基建领域龙头企业之一。

图 3: 公司新签基建订单规模连续多年稳健榜首

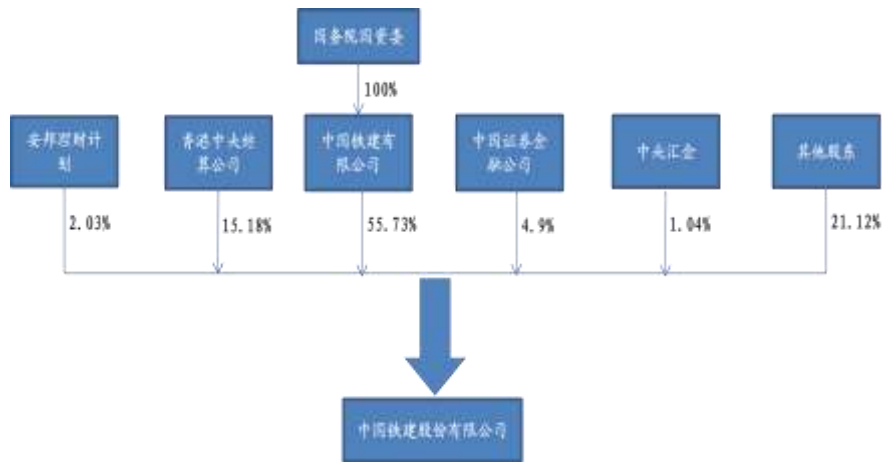


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

央企龙头, 技术优势明显

截止 2018 年上半年, 控股股东为中国铁道建筑有限公司, 控股比例为 55.73%, 实际控制人为国资委。前十大股东中, 香港中央结算公司和中国证券金融公司分别持股 15.18% 和 4.9%, 位列第二和第三大股东, 而中央汇金公司、安邦理财计划等机构投资者持股比例在 1% 以上。

图 4: 公司股权结构



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司攻克了勘察、设计、修建青藏铁路面临的高原多年冻土、生态脆弱、高原缺氧三大技术难题, 在高原、高寒、高速铁路设计施工技术领域已经稳居世界领先水平。同时, 公司大直径全断面硬岩隧道掘进机、双护盾硬岩隧道掘进机等地下工程装备填补了国内空白, 窄轨捣固车、窄轨配碴整形车等大型养路机械已达到国际领先水平, 并且实现了出口。地下水下工程建设、磁悬浮工程建设、四电系统集成等技术达到行业领先水平。

表 6: 公司技术优势明显

技术领域	核心技术优势	代表项目或作品
铁路	在高原、高寒、高速铁路设计施工技术领域稳居世界领先水平	青藏铁路
公路	擅长修建难度大、技术标准高的公路桥梁和隧道	武深高速
桥梁和隧道	可以承建各种结构形式的桥梁，部分隧道及地下工程处于国内领先乃至世界领先水平	“东热西送”穿越黄河隧道工程
城轨建设	参与了上百个城轨项目的勘察、设计、建设	南京地铁S7宁溧线
勘察设计	旗下拥有五家最高资质等级的大型工程设计研究院	蒙特铁
工业制造	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	大直径全断面硬岩隧道掘进机
磁悬浮工程	攻克了磁悬浮商业运营线高精度轨道梁制造安装关键技术，成为世界上第一家拥有该关键技术的企业	上海磁悬浮专线

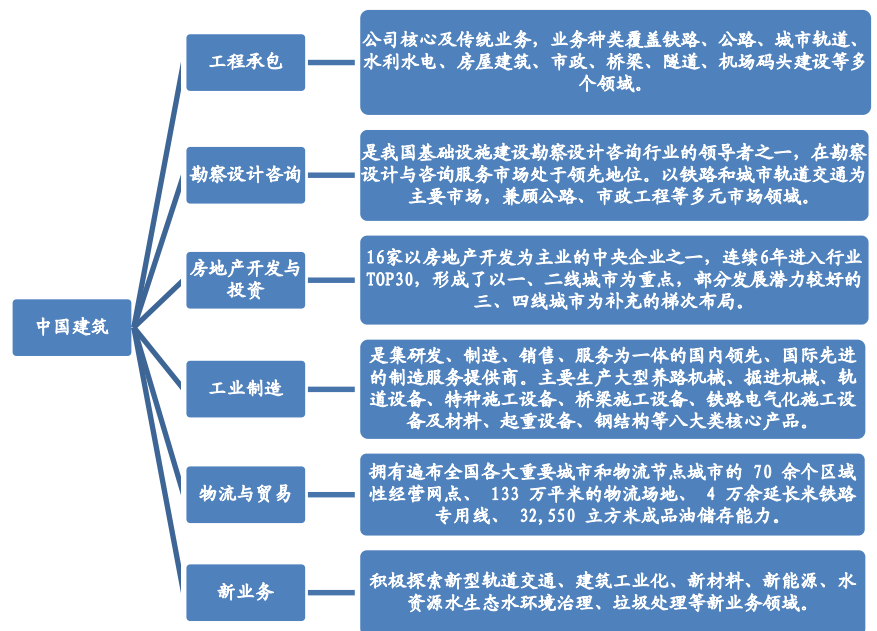
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

业务贯穿产业链上下游，坐拥五大千亿级工程市场

公司业务贯穿建筑工程产业链上下游，涵盖工程承包、勘察设计咨询、房地产、投资服务、装备制造、物资物流、金融服务以及新兴产业。经营范围遍及全国32个省、自治区、直辖市和香港、澳门特别行政区，以及世界116个国家。已经从以施工承包为主发展成为具有科研、规划、勘察、设计、施工、监理、维护、运营和投融资完整的行业产业链，具备了为业主提供一站式综合服务能力。

具体来看，公司工程承包业务在铁路、公路、城轨、房建、市政五个细分领域新签订单规模均达2000亿，有七个集团公司承揽突破千亿，勘察设计稳步增长，地产去库存明显，装备制造取得突破，物流贸易及金融服务发展迅速。

图 5: 公司六大核心业务板块



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

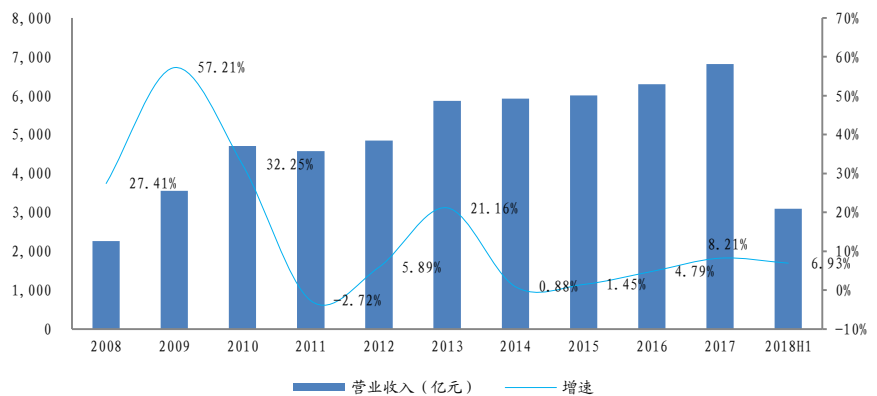
主业稳健，多元业务迸发活力

业绩稳中向好，现金流充裕

营收提速，利润稳中有升

公司自 2008 年上市以来，营收一直保持较快增长，其中 2008-2010 年和 2013-2014 年之间实现较快增长。2017 年，公司完成营业收入 6810 亿元，同比增长 8.21%，近几年增速稳中有增，逐年提升。2018 年上半年营收增速较为平稳，同比增长 6.93%。

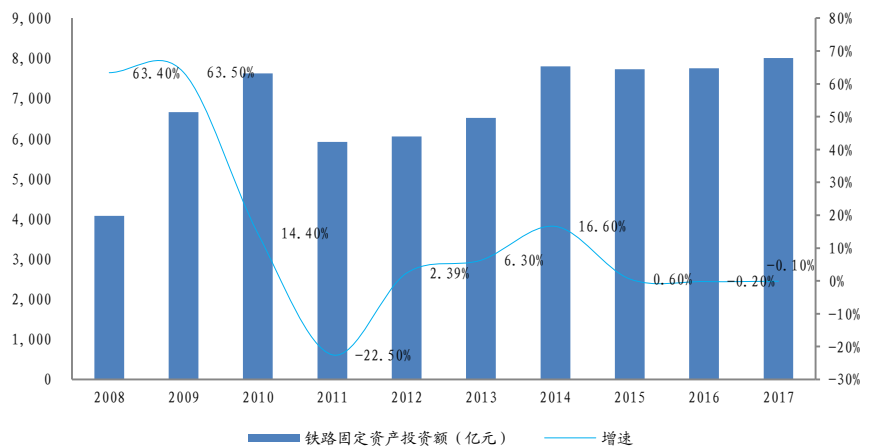
图 6：公司 2017 年营收 6810 亿，近几年增速逐年增长



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

公司第一次高速增长主要是受益于国家 4 万亿投资推动的铁路投资高增长，第二次高速增长是受益于国家新一轮的基建投资，铁路固定资产投资加码。近几年，随着公司市政工程业务的崛起，公司已由铁路工程巨头转型为综合工程承包商，主要的驱动力来自于市政工程板块，对铁路固定资产投资的依赖度降低。

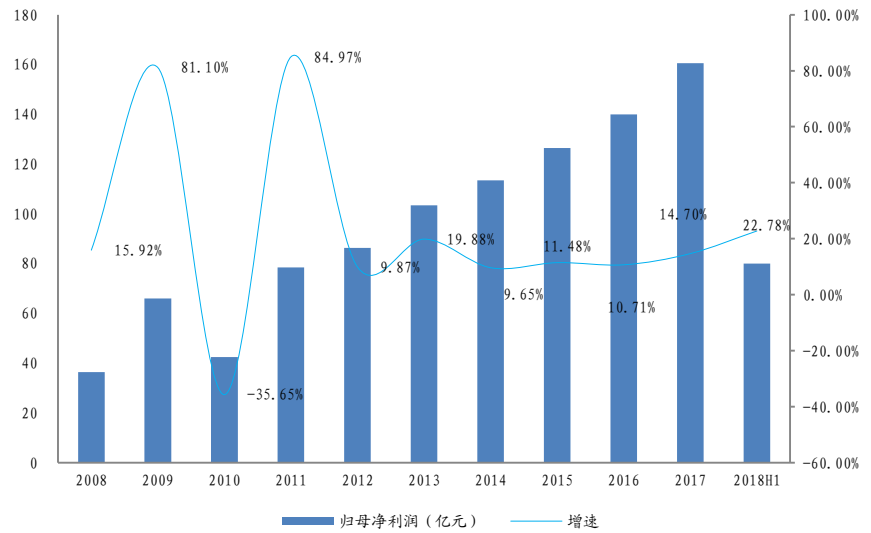
图 7：国家铁路领域固定资产投资情况



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

在营收稳健增长的推动下，公司净利润水平平稳向上。2017 年实现归母净利润 161 亿元，同比增长 14.7%，保持较快增长。2018 年上半年有所提速，实现归母净利润 80 亿元，同比增长 22.78%。

图 8：公司近几年的净利润水平平稳向上，增速在 2018 年上半年有所提速



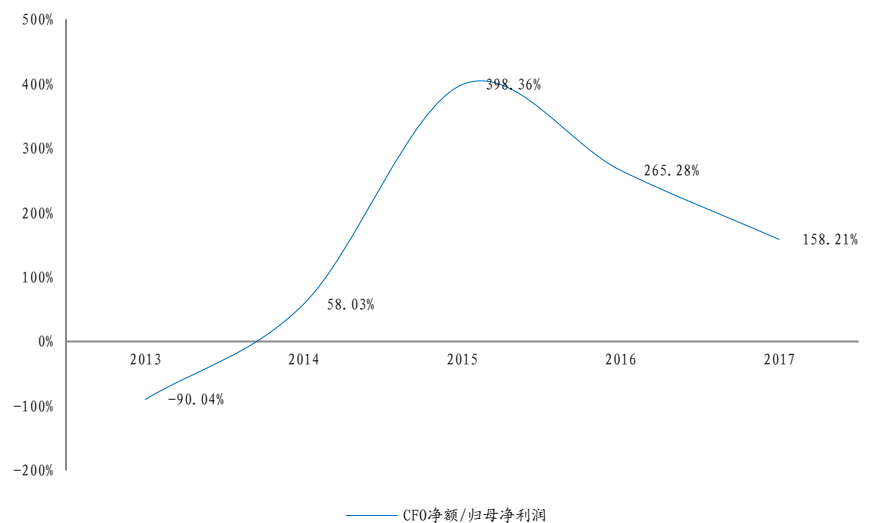
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

现金流充裕，业务质量较好

在公司业务保持稳健增长的同时，充足的现金流不仅能为公司的持续运营提供保障，而且能为公司拓展和布局新业务提供有力支撑。

近几年，公司经营现金流净流入持续高于净利润水平，业务质量较好。2017 年公司经营现金流净值与归母净利润的比值为 1.58 倍。

图 9：公司近几年的经营现金流净值均高于归母净利润水平



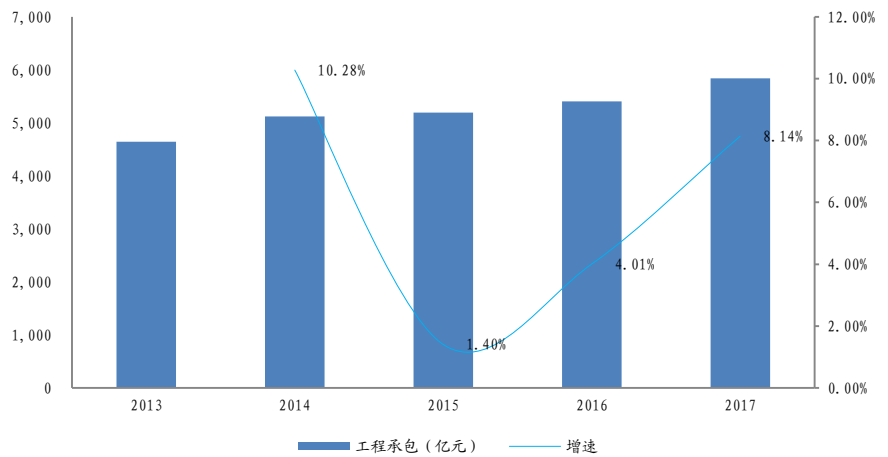
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

核心业务稳健，多元业务迸发活力

基建、房建同步增长，毛利率稳步提升

工程承包业务是公司的主营业务和核心业务，近几年持续保持稳健发展。2017年工程承包业务完成营业收入5841亿元，同比增长8.14%。

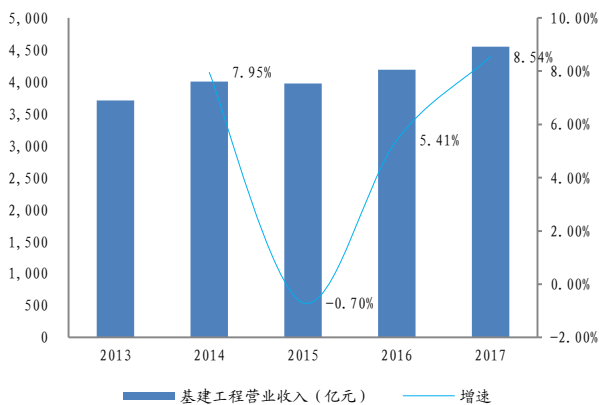
图 10: 公司工程承包业务保持稳健增长



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

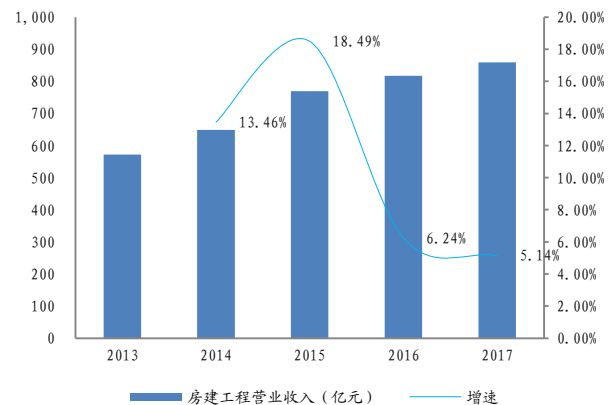
具体来看，公司工程承包业务主要可以分为基建工程和房建工程两大类，近几年两大类工程业务均保持稳健增长，2017年基建工程完成营业收入4549亿元，同比增长8.54%；房建工程完成营业收入859亿元，同比增长5.14%。

图 11: 公司基建工程业务稳健增长



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 12: 公司房建工程业务稳健增长

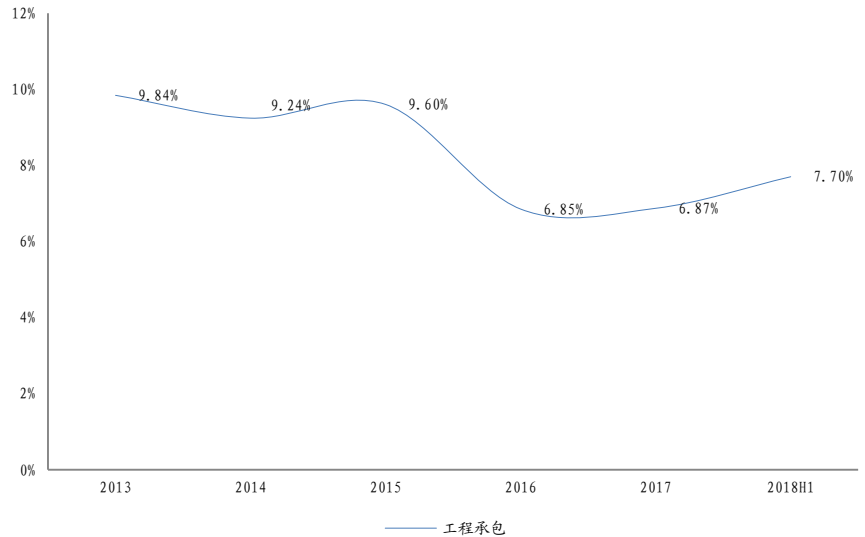


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

在业务稳健增长的同时，公司工程承包业务毛利率也稳步提升，2018年上半年为7.7%，比2017年提升0.83pct，我们判断公司毛利率改善的原因是工程承包业务结构的优化，即毛利率较低的铁路业务占比下降，毛利率较高的公路、市政业务占比提升。铁道部作为公司铁路领域的主要客户和监管单位，公司的议价能力较弱，毛利率低且提升空间有限；而公路、市政等领域市场化竞争程度更高，未来随着龙头集中度的提升毛利率有望持续改善。

其中 2016 年毛利率大幅下降主要是受营改增政策的影响，对公司净利率和盈利能力没有实质性影响，事实上，剔除后的毛利率一直是平稳向上。

图 13: 公司工程承包业务毛利率稳步提升



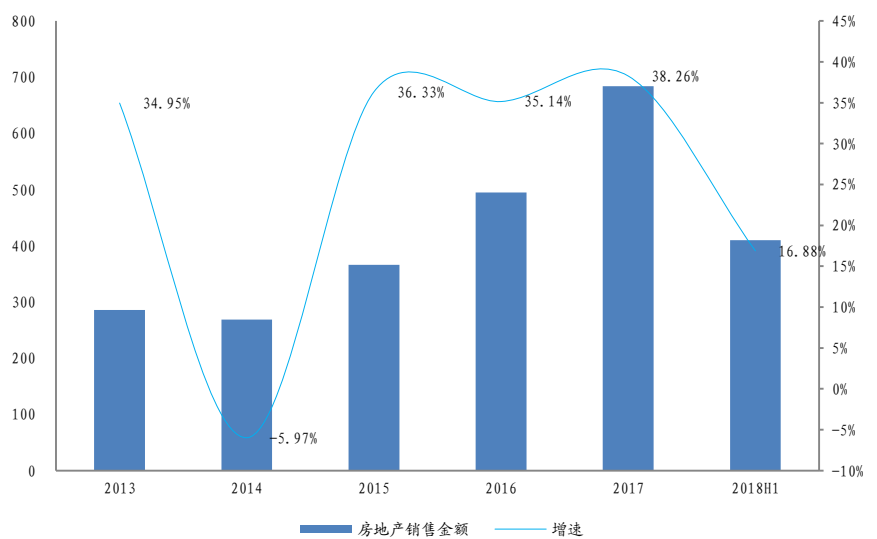
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

地产去库存明显，业绩向好

近几年，公司房地产销售持续保持高位增长，去库存明显。2017 年，公司房地产业务销售金额 684 亿元，同比增长 38.26%，近三年 CAGR 达到 36.57%。

2018 年上半年公司房地产销售继续保持较快增长，完成销售额 410 亿元，同比增长 16.88%。

图 14: 公司房地产销售额持续保持高位增长



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

从库存面积来看，公司拥有可销售房地产面积 4716 万平方米，2017 年完成销售面积 517 万平方米，占比总量的 10.96%。从各区域来看，公司房地产库存面积主要集中在西南地区 and 环渤海地区，2017 年去库存幅度最大的区域是长三角地区。

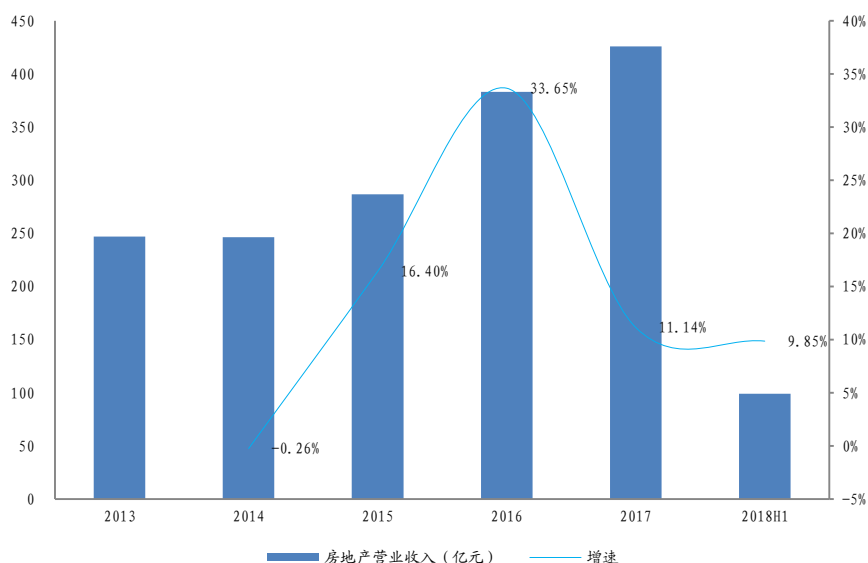
表 7: 公司各区域房地产库存情况

区域	可供出售面积 (万平方米)	2017 年销售面积 (万平方米)	去库存率
环渤海区域	1324.98	120.98	9.13%
西南区域	1888.50	153.84	8.15%
长三角区域	790.52	139.36	17.63%
珠三角区域	723.98	97.74	13.50%
其他区域	33.10	5.39	16.28%
合计	4761.06	517.31	10.96%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

从地产板块的营收来看，近几年增长较为平稳。2017 年，公司房地产完成营业收入 426 亿元，同比增长 11.14%。2018 年上半年增长 9.85%，继续保持稳健。

图 15: 公司房地产营业收入稳中有增，业绩向好



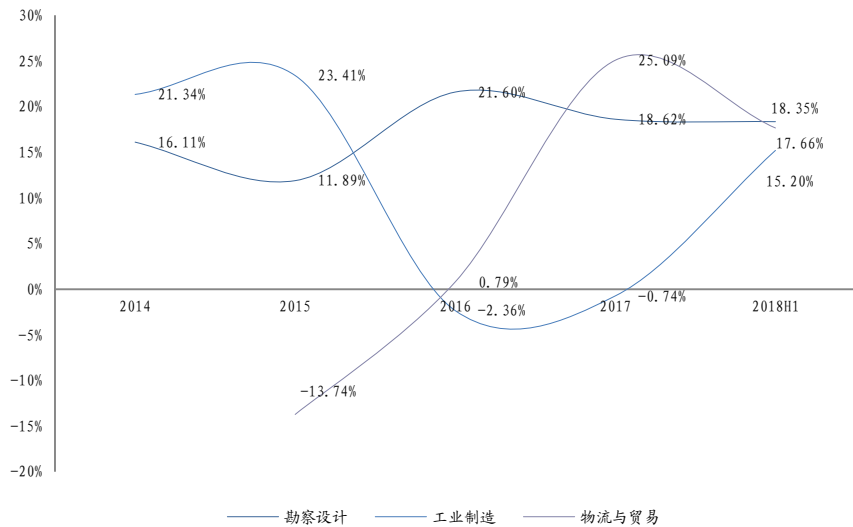
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

多元业务迸发活力，盈利能力持续提升

近几年，公司在主营业务保持稳健的同时，多元业务也保持较快增长。2017 年，公司勘察设计、工业制造、物流贸易业务分别完成营业收入 145 亿、142 亿和 592 亿，分别同比增长 18.62%、-0.74%和 25.09%。

2018 年上半年，公司多元业务继续发力，勘察设计、工业制造、物流贸易分别同比增长 18.35%、15.20%和 17.66%，成为公司业绩增长的重要引擎。

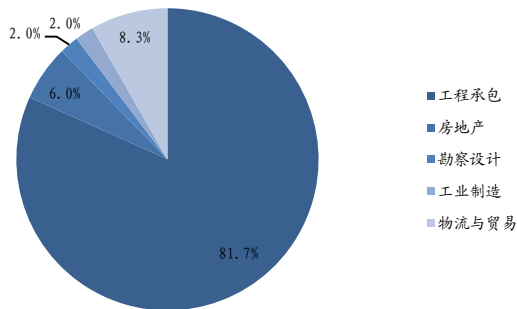
图 16: 公司多元业务近几年营收增速



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

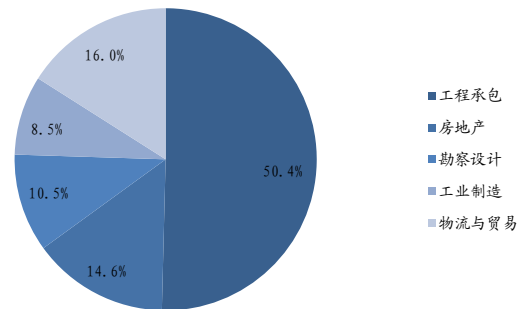
公司多元业务虽然营收比重比较少, 体量远小于工程承包业务, 但受益于多元业务的高盈利能力, 公司接近一半的净利润来自于勘察设计等多元业务。2017年, 公司勘察设计、工业制造、物流贸易三项业务合计只贡献了 12.3%的营业收入, 但却贡献了 35%的净利润。

图 17: 公司多元业务 2017 年占比营收比重比较低



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 18: 公司多元业务 2017 年贡献净利润比重大

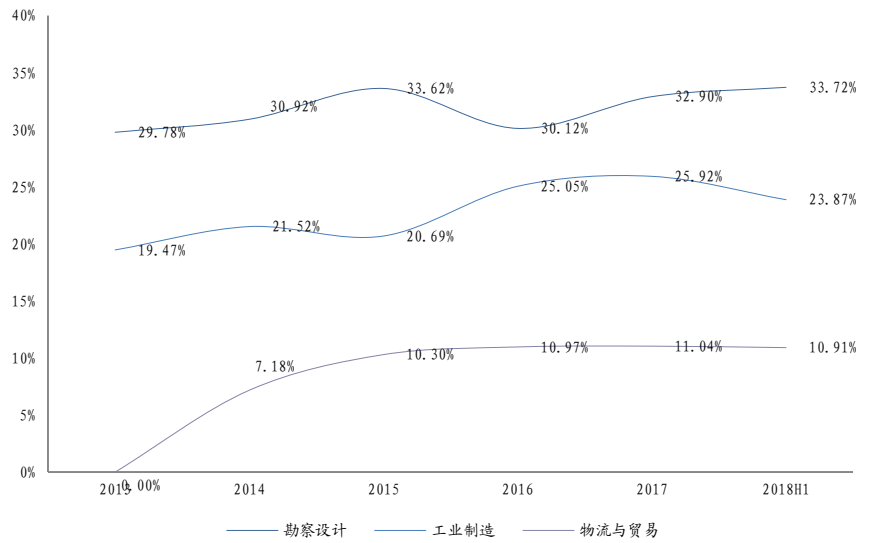


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

具体来看, 勘察设计、工业制造、物流贸易三项多元业务的盈利能力在持续改善, 毛利率水平持续提升, 迸发出较强的发展活力。

2017年, 勘察设计业务的毛利率为 32.90%, 同比提升 2.78pct; 工业制造毛利率为 25.92%, 同比提升 0.87pct; 物流贸易毛利率为 11.04%, 同比提升 0.07pct。2018年上半年, 勘察设计业务毛利率继续提升, 工业制造和物流贸易毛利率略有下降。

图 19: 公司工业制造等多元业务毛利率水平稳中有升

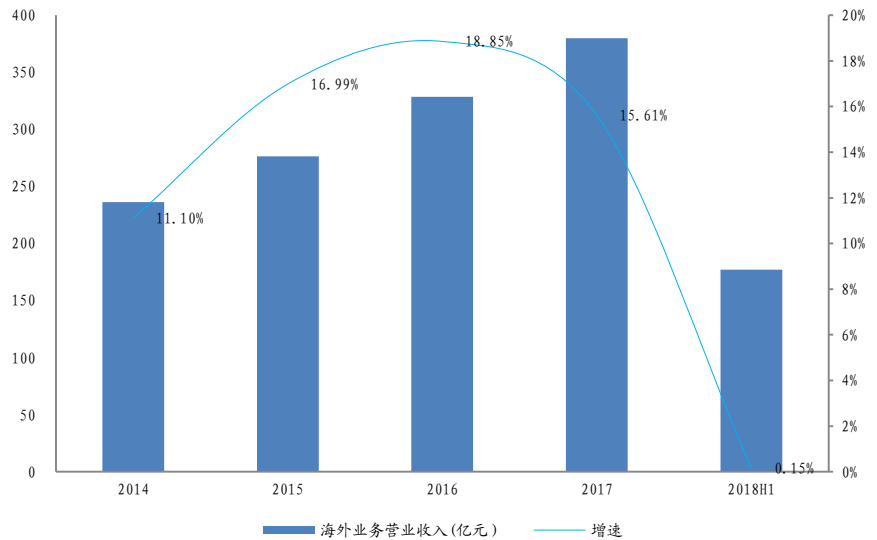


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

海外业务稳步向上, 发展空间大

近几年, 公司持续加大海外业务的拓展力度, 将提升海外业务占比作为公司最核心的战略进行落实, 取得了明显成效, 海外业务实现了稳健增长。2017 年完成营业收入 380 亿元, 同比增长 15.61%, 海外业务占比 5.6%。2018 年上半年增速放缓至 0.15%, 主要是受国际形势变动的影 响, 海外业务开工放缓。

图 20: 公司近几年海外业务保持稳健增长



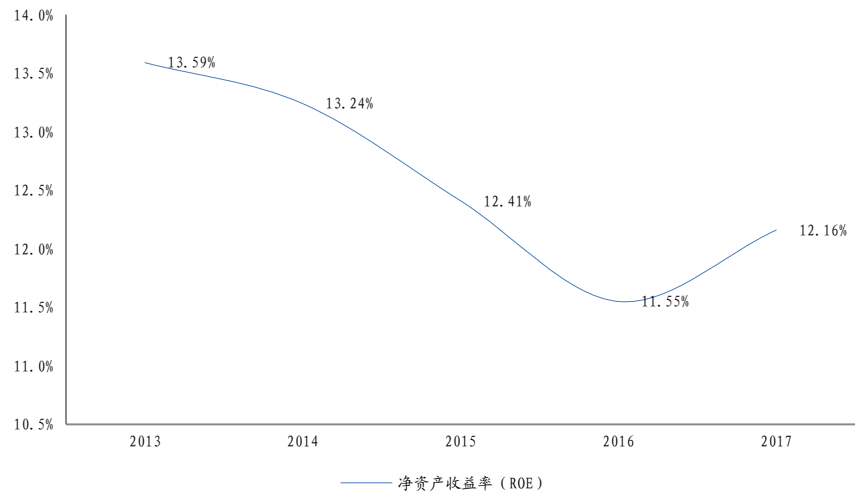
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

基本面良好，财务指标全面优化

盈利能力稳中有升，经营效率持续优化

在业绩向好和业务结构优化的同时，公司盈利能力也稳中向好。2017年，公司净资产收益率为12.16%，同比提升0.61pct，结束之前几年持续下跌的态势，企稳回升。2018年上半年继续改善，同比提升0.37pct。

图 21：公司净资产收益率企稳回升，2017 年为 12.16%

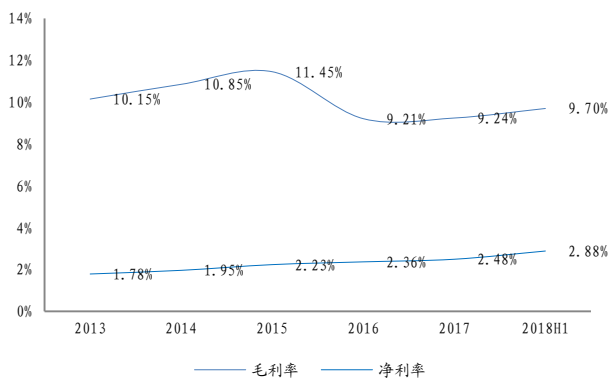


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

从毛利率和净利率的情况来看，公司毛利率稳中有升，净利率持续提升。2018年上半年，公司综合毛利率为9.70%，比2017年提升0.46pct；公司净利率为2.88%，比2017年提升0.40pct，连续5年实现优化。

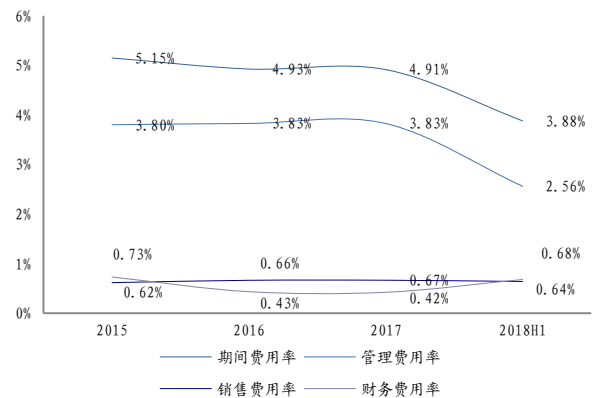
公司毛利率的提升主要来自于业务结构的优化，净利率的持续优化是因为经营效率的持续改善。近几年，公司期间费用率持续下降，2018年上半年为3.88%，比2017年下降1.03pct。具体来看，管理费用率因为会计科目的调整不包含研发费用，下降2.17pct至2.56%，销售费用率下降0.03pct至0.64%，财务费用率因为利息费用的增长提升0.26pct至0.68%。

图 22：公司毛利率企稳回升，净利率持续优化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 23：公司期间费用率持续下降

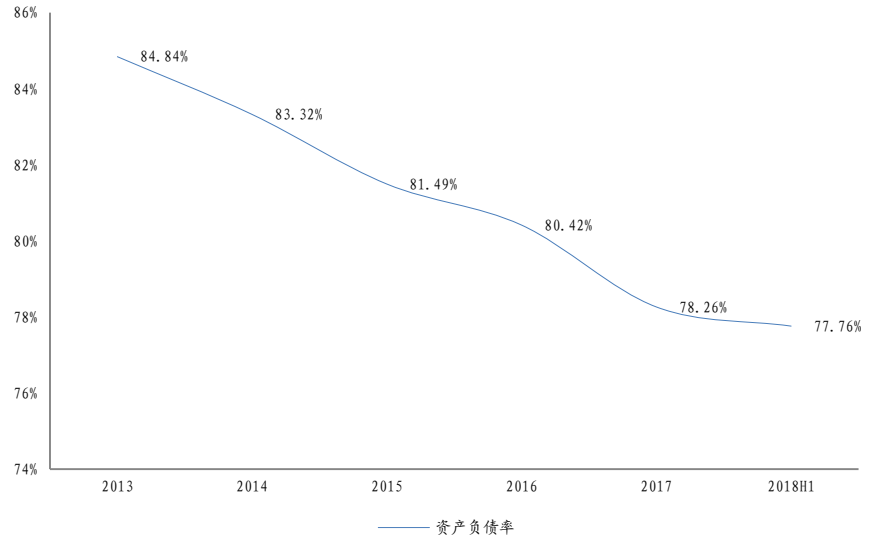


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资产负债率逐年下降，偿债能力稳健

公司积极响应国家号召，主动调整资产负债结构，杠杆率逐年下降。2018年上半年，公司资产负债率为77.76%，比2017年下降0.50pct，比2013年下降7.08pct。

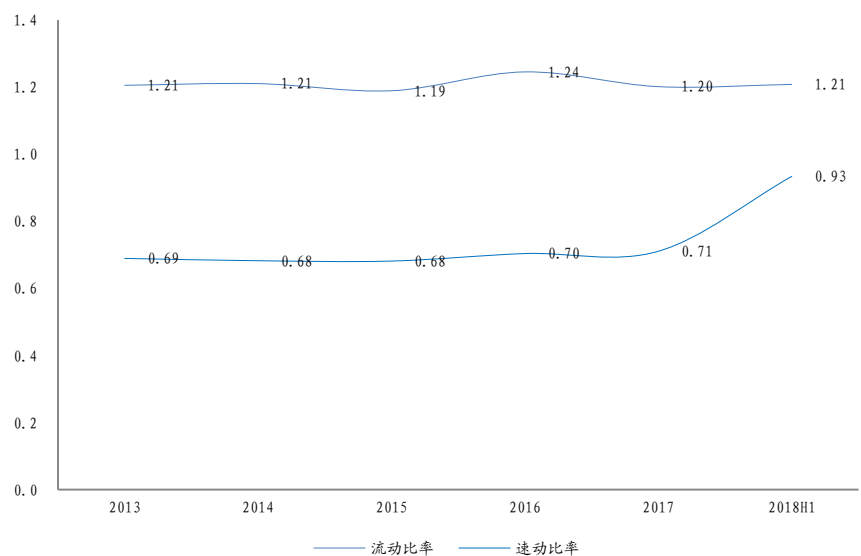
图 24: 公司资产负债率逐年下降，2018H1 为 77.76%



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

在公司杠杆率下降的同时，公司偿债能力也较为平稳。2018年上半年，公司流动比率为1.21倍，比2017年略有提升；速动比率为0.93倍，比2017年提升31%。

图 25: 公司偿债能力较为平稳，流动比率和速动比率保持在稳定区间

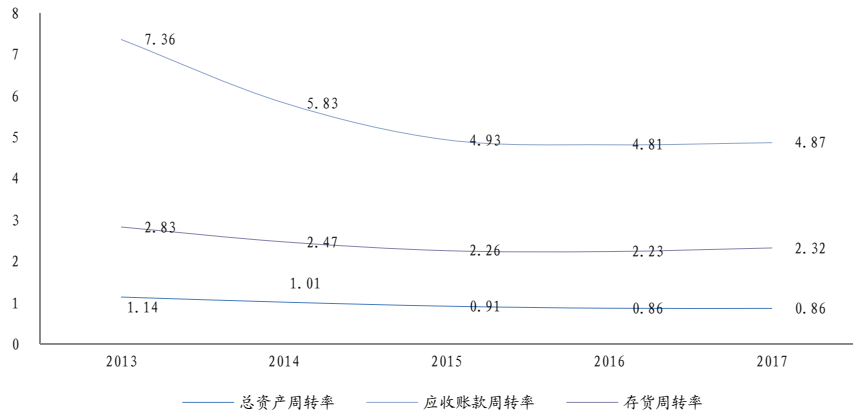


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

运营能力良好，总资产周转率等指标全面回升

近几年，公司运营能力稳中有升，总资产、存货、应收账款等的周转率同步回升。2017年，公司总资产周转率为0.86次，与2016年基本持平；应收账款周转率为4.87次，同比提升1.25%；存货周转率为2.32次，同比提升4.04%。

图 26：公司运营能力稳中向好，各项运营指标稳中有增



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

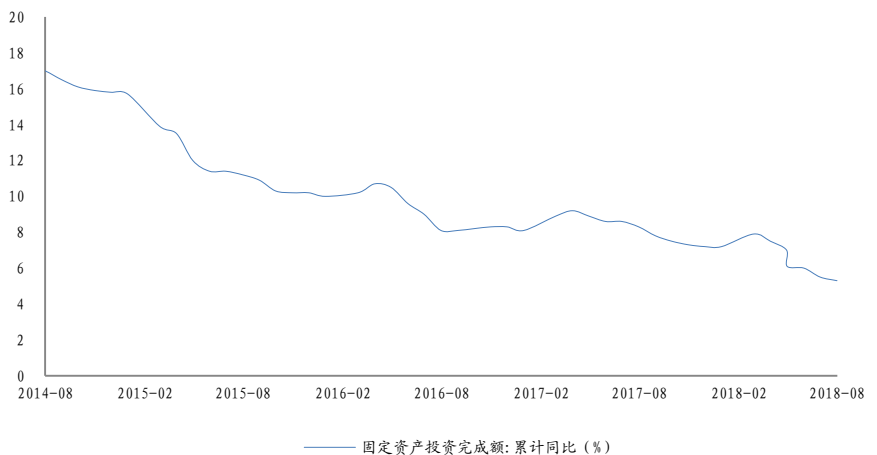
基建回暖优先受益，补短板将成为重点

基建投资有望迎拐点

固定资产投资放缓，建筑三大下游投资出现分化

2018年1-8月，固定资产投资同比增速为5.3%，较2017年回落1.9个百分点，同比回落3.5pct。

图 27：固定资产投资增速有所放缓

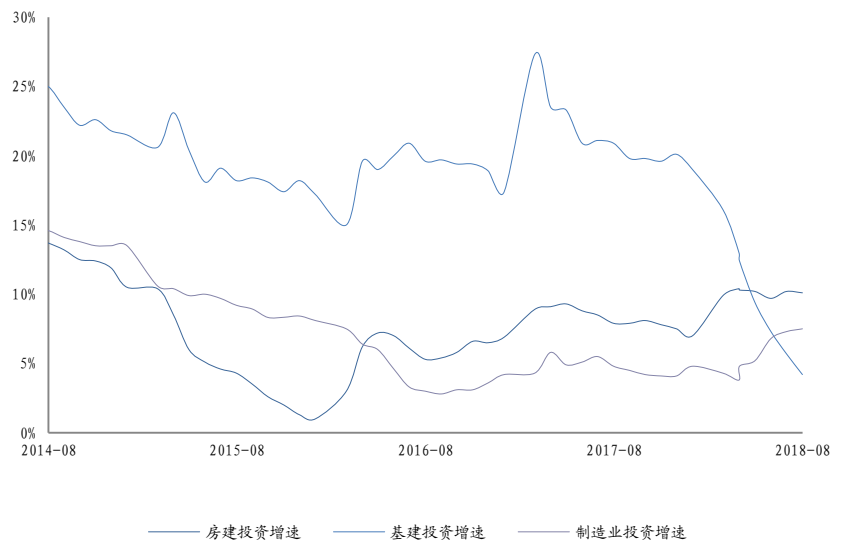


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

从建筑行业的三大下游基建投资、房地产投资和制造业投资来看，近几年此三大项合计占固定资产投资比例约为 80%。建筑业景气度与固定资产投资高度相关。2018 年以来，建筑下游三项的投资走势出现了明显分化。

具体来看，基建投资受降杠杆以及地方政府财政约束等影响，增速明显下滑，2018 年 1-8 月实现 4.2%的正增长，比 2017 年下滑 14.8pct；房建投资受房地产景气带动，增速持续在高位，2018 年 1-8 月实现 10.1%的正增长；工建投资（制造业）企稳回暖，2018 年 1-8 月实现 7.5%正增长，增速环比提升 0.2pct，实现连续五个月回升。

图 28: 房建投资维持高位，基建投资明显放缓，工建投资企稳回升



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

政策强化，基建投资有望企稳回升

基建投资是稳增长的重要手段。中国经济当前面临着外部贸易冲突、内部经济增速下滑等不确定性因素，基建投资稳增长的属性得到凸显。

图 29: 基建投资增速走势图



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 30: 房地产投资增速走势图



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

政策持续强化

继7月底中央政治局会议和国常会提出财政政策要更加积极，货币政策要松紧适度后，8月份央行、财政部等各部门也频繁释放出积极信号，进一步明确了在防范金融风险、稳定信用环境的同时，通过积极财政政策、疏通货币传导机制，满足实体经济发展需求，支持基础设施领域补短板，推动有效投资稳定增长。在财政积极、货币逐渐宽松的背景下，影响固定资产投资下滑的因素在减弱，有望企稳回升。

表 8：2018 年 7 月份以来主要宏观政策梳理

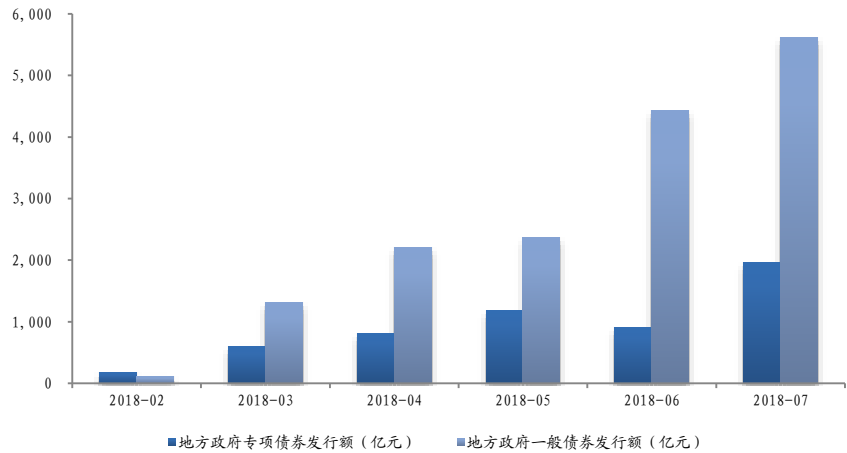
时间	部门	政策导向
7月12日	住建部	因地制宜推进棚改货币化安置
7月17日	银保监会	要求银行业金融机构加快提升民营企业和小微企业融资服务能力
7月18日	央行	央行窗口指导银行增配“AA+”以下信用债，额外给予MLF资金鼓励
7月20日	央行	央行发布《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》
7月20日	银保监会	发布《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》，在公募理财投资非标、过渡期内安排等方面与《通知》保持一致。
7月20日	证监会	发布《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法（征求意见稿）》及其配套细则，对于资管新规的要求有所放松
7月23日	国务院常委会	明确了货币、财政政策适度宽松的风向，强调“流动性合理充裕”，积极的财政政策要更加积极
7月31日	中央政治局会议	坚持实施积极的财政政策和稳健的货币政策。把补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务，加大基础设施领域补短板
8月3日	国务院	处理好稳增长与防风险的关系以及宏观总量与微观信贷的关系，发挥财政政策的积极作用，同时不放松金融监管、稳定信用环境
8月14日	财政部	加快地方政府专项债券发行，各地至9月底累计完成新增专项债券发行比例原则上不得低于80%。剩余的发行额度应当主要放在10月份发行。
8月23日	国务院	国务院召开西部地区开发领导小组会议，要求促进西部地区发展，保持西部经济稳中向好，抓紧推进一批西部急需、符合国家规划的重大工程建设
8月30日	发改委	下一步将突出补短板这个重点，抓紧推进一批西部急需、符合国家规划的交通和信息网络、生态环保、城镇污水、垃圾处理、能源通道等领域重大工程建设

资料来源：央行等各部门官网，国信证券经济研究所整理

除了在政策层面出现边际宽松的迹象，基建投资的资金也有望得到解决。根据年初制定的中央和地方预算草案，今年将计划发放新增地方专项债券1.35万亿元，比去年增加5500亿元，主要用于支持京津冀协同发展、长江经济带等重大战略以及生态环保、精准扶贫、棚户改造等重点领域。

8月14日，财政部提出要加快地方政府专项债券发行，各地至9月底累计完成新增专项债券发行比例原则上不得低于80%。剩余的发行额度应当主要放在10月份发行。

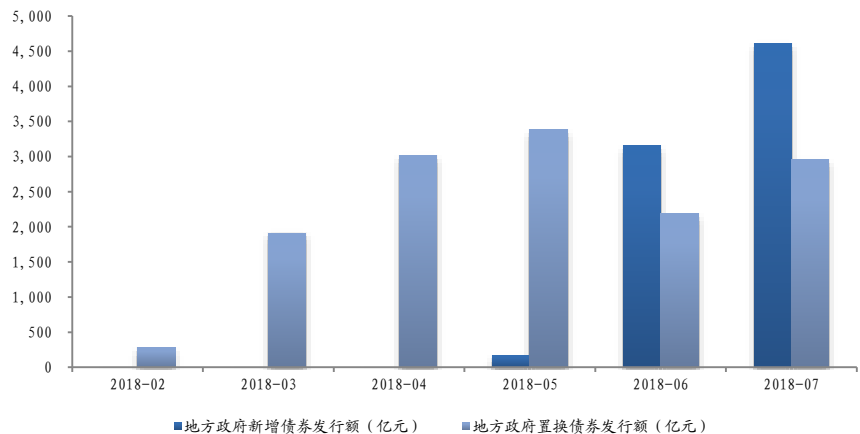
图 31: 今年地方政府一般和专项债券月度发行额



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从实际发行情况来看,由于大多数地区于5月才通过本年预算调整方案并最终确定一般债和专项债的限额,因此上半年发行的地方政府债券主要是置换债券,新增债券从5月份才开始发行。结合专项债券的月度发行情况,截至到7月底新增专项债券最多只发行了3039亿,离9月底80%的发行指标还有7761亿缺口,预计8、9月份地方专项债券将迎来一波发行的小高峰。

图 32: 今年地方政府新增和置换债券月度发行额



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

中共中央、国务院印发了《乡村振兴战略规划(2018—2022年)》(以下简称《乡村振兴战略》)、《“三区三州”等深度贫困地区旅游基础设施改造升级行动计划》等一系列城乡区域协调发展的政策。乡村振兴上升至国家战略的新高度,是党的十九大作出的重大决策部署,是决胜全面建成小康社会、全面建设社会主义现代化国家的重大历史任务,是新时代“三农”工作的总抓手。

作为美好乡村的重要组成部分,现代化基础设施建设和美丽的乡村环境营造成为重要抓手,有望带动基建投资企稳。

表 9: 近期关于城乡区域协调发展有关的政策

文件名	文件精神	关于基建投资的重要内容
《乡村振兴战略规划(2018—2022年)》	把实施乡村振兴战略摆在优先位置,让乡村振兴成为全党全社会的共同行动	加大“三农”投入力度;创新城乡融合发展体制机制,着力改善农村基础设施和公共服务,扎实推进农村人居环境整治三年行动
《“三区三州”等深度贫困地区旅游基础设施改造升级行动计划》	“三区三州”等深度贫困地区大多位于重要生态安全屏障区域,自然资源条件好,大力发展生态旅游是将绿水青山变成金山银山的有效路径	基础设施和公共服务设施较为薄弱,成为制约旅游业发展的突出短板;提出了加快主通道建设、完善区域干线公路网络、改善旅游基础设施和公共服务设施、丰富旅游产品和服务等 4 方面措施
《关中平原城市群发展规划》	关中平原是华夏文明重要发祥地和古丝绸之路的起点,在国家现代化建设大局和全方位开放格局中具有独特战略地位	培育发展关中平原城市群,发挥其承东启西、联接南北的区位优势,推动全国经济增长和市场空间由东向西、由南向北拓展
《呼包鄂榆城市群发展规划》	将呼包鄂榆城市群培育发展成为中西部地区具有重要影响力的城市群	推进生态环境共建共保,力加快基础设施互联互通,提升人口和经济集聚水平
《兰州—西宁城市群发展规划》	把兰州—西宁城市群培育发展成为支撑国土安全和生态安全格局、维护西北地区繁荣稳定的重要城市群。	着力优化城镇空间布局,加强生态建设和环境保护,补齐基础设施和公共服务短板

资料来源:国务院,发改委,国信证券经济研究所整理

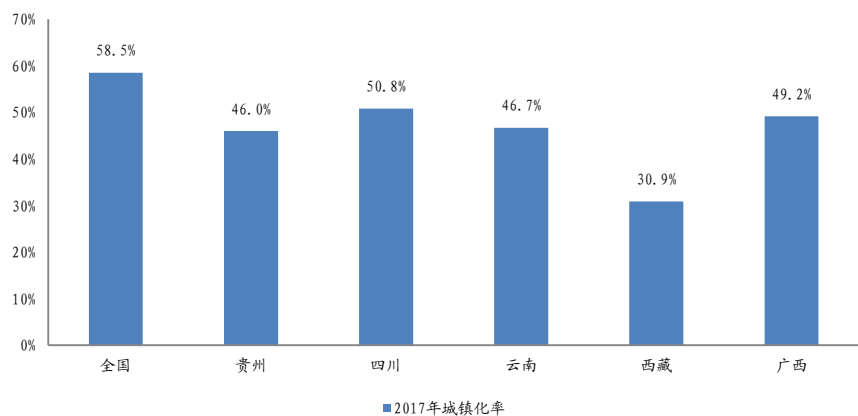
中西部基建投资和生态环保是补短板重点

中西部地区城镇化水平低,基建空间依旧广阔

分区域来看,中西部地区城镇化水平远低于全国平均水平,未来城市化空间依旧广阔,对基建投资的需求旺盛,未来有望推动固定资产投资继续保持高增长。

截止 2017 年底,全国城镇化水平已经达到 58.5%,而贵州、云南等中西部省份的城镇化率均低于 51%,其中贵州、云南、四川、西藏、广西五个省份的城镇化率分别为 46.0%、46.7%、50.8%、30.9%和 49.2%。

图 33: 中西部地区主要省份的城镇化率远低于全国平均水平



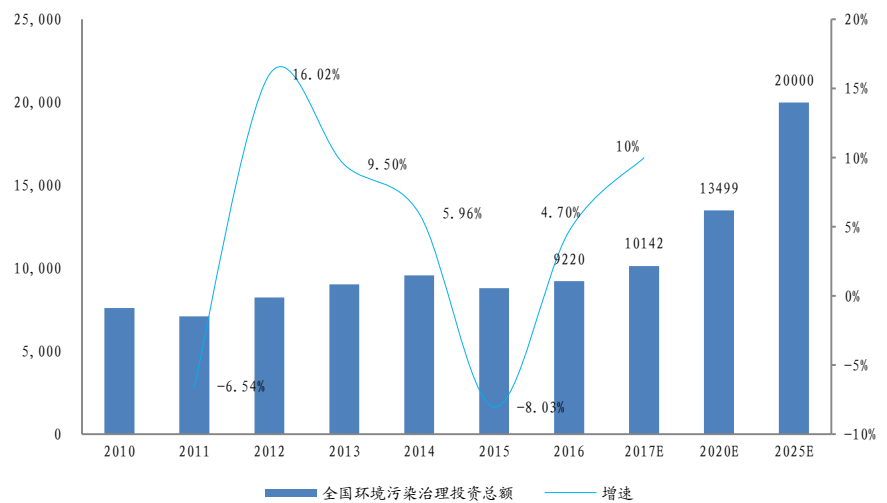
资料来源：Wind，地方政府官网，国信证券经济研究所整理

“美丽中国”战略，环保是重点

“十三五”以来，国家及各地方政府积极出台相关政策促进环保行业的政策落实。2010-2016 年环境污染治理投资额从 7612 亿元增加到 9023 亿元，其中 2016 年占当年国内生产总值的 1.4%。

当前环境形势依旧严峻，国家也在不断加大对污染企业和污染源的治理力度，并在政策的推动下逐渐加大财政保障力度。我们预测未来几年环境治理支出均能保持较快增长，假设年增长率为 10%，到 2020 年环境污染治理投资额将达到 1.35 万亿元，而到 2025 年，环境污染治理投资额也有望超过 2 万亿元。

图 34：环境治理投资规模有望超 2 万亿元



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理及分析预测

交通扶贫进入攻坚期，将是基建投资的增长点

交通扶贫进入攻坚期，2018 年投资规模或超 3.6 万亿元

2017 年铁路投资、公路投资及轨交投资三者合计约为 3.46 万亿元，同比增长 14.78%。2018 年 1-6 月三者合计投资约 1.5 万亿元，YOY 约为 4.00%。当前是交通扶贫的关键期，2018 年全年，铁路投资有望重回 0.8 万亿元、公路投资或超 2.3 万亿元、轨道交通投资有望达到 0.57 万亿元，三者合计或将超 3.67 万亿元，YOY 约为 7.94%。

表 10: 2018 年 1-6 月铁路、公路、城轨合计固定资产投资额约为 1.06 万亿元

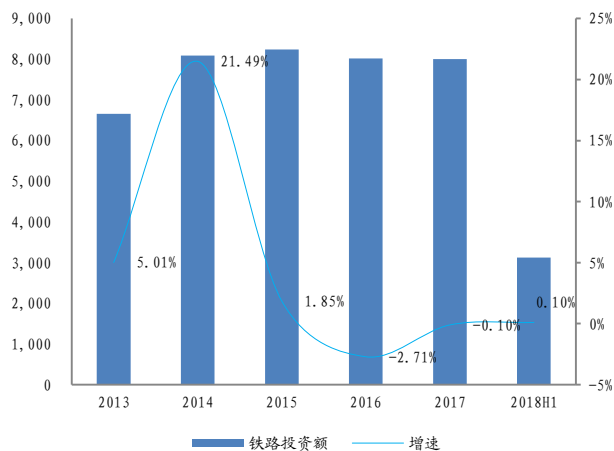
项目	2013	2014	2015	2016	2017	2018 年 1-6 月
铁路投资额	6,657	8,088	8,238	8,015	8,006	3,127
增速	5.01%	21.49%	1.85%	-2.71%	-0.10%	0.10%
公路投资额	13,692	15,460	16,513	17,787	21,253	9,066
增速	7.69%	12.92%	6.81%	7.72%	18.20%	1.10%
轨道交通投资额	2,165	2,899	3,683	3,847	4,762	2,800(估)
增速	1.81%	33.90%	27.04%	4.45%	23.78%	20.00%
三者合计投资额	22,372	26,447	28,434	29,649	34,021	14,993
合计增速	7.06%	18.21%	7.51%	4.27%	14.75%	4.00%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所分析预测

铁路运输 2018 年投资预算 7320 亿, 有望提速

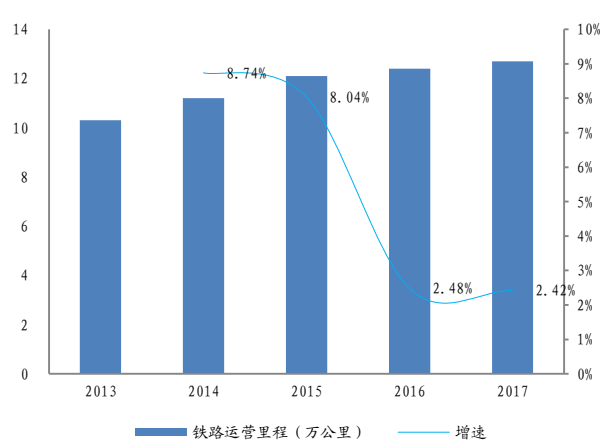
具体来看, 2017 年, 我国完成铁路固定资产投资 8006 亿元。2018 年 1-6 月完成铁路投资额约 3127 亿元。中国铁路总公司在 2018 年 1 月工作会议中指出, 2018 年要完成铁路建设投资 7320 亿元, 并在近期表示有望超越 8000 亿元。因此, 铁路投资有望提速。

图 35: 我国铁路固定资产投资 2013-2018 年 6 月的情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 36: 我国铁路运营里程 2013-2017 年的情况

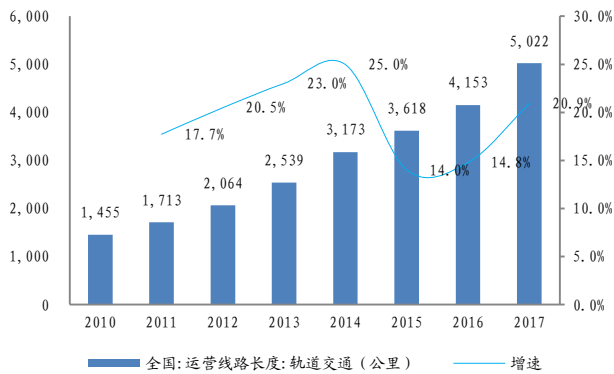


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

轨道交通重获审批, 有望迎来新一轮发展

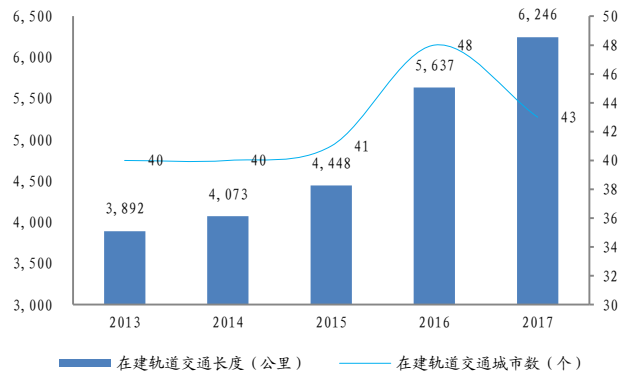
近几年, 我国轨道交通一直在快速发展的过程中。截止 2017 年, 我国运营的轨道交通线路达 5022 公里, 同比增长 20.9%, 近五年的 CAGR 达到 19.5%; 在建轨道交通的城市有 43 个, 在建长度达 6246 公里。

图 37: 我国轨道交通运营路线长度持续保持快速增长



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 38: 我国在建轨道交通的城市数和线路长度持续增长



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

7月30日, 发改委审议通过了吉林省长春市第三期城市轨道交通建设规划, 这是发改委暂停城轨建设规划审批将近一年之后的首个获批项目。之后不久苏州市轨道交通第三期建设规划也顺利获批, 目前还有厦门、武汉、西安等城市的轨道交通项目在等待发改委批复。伴随着轨交项目的批复, 接下来新项目将密集开工, 未来获批项目投资将加速落地。

表 11: 发改委重启轨道交通审批以来的获批项目

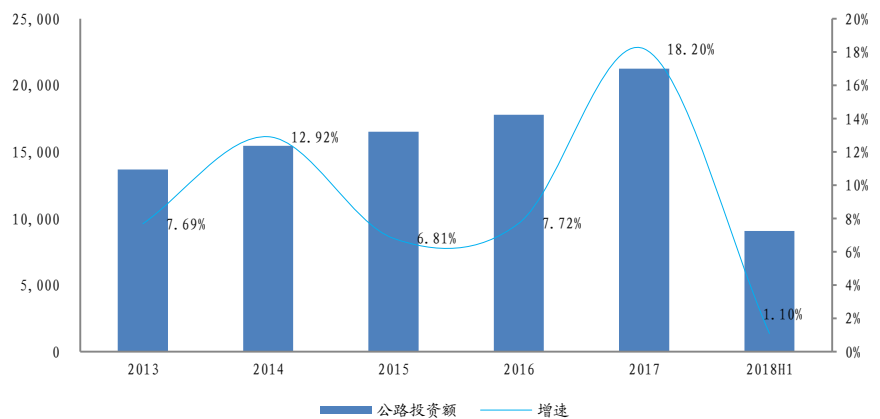
时间	项目	总投资 (亿元)
7月30日	长春市第三期城市轨道交通建设规划	787.32
8月14日	苏州市城市轨道交通第三期建设规划	950
8月5日	成都市城市轨道交通第四期建设规划 (初审通过)	-

资料来源: 发改委, 国信证券经济研究所整理

交通扶贫叠加“公路审批权”下放, 2018年公路投资有望超2.3万亿

2018年1-6月, 交通固定资产投资中公路建设投资额为9066亿元, 同比增长1.10%, 增速较2017年有所放缓。但根据“交通扶贫”战略及“十三五”交通规划的情况来看, 公路建设仍是基建投资的重点, 下半年增速有望提升。我们预计2018年全年增速在10%左右, 对应公路建设投资额或超2.3万亿元。

图 39: 公路建设固定资产投资情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

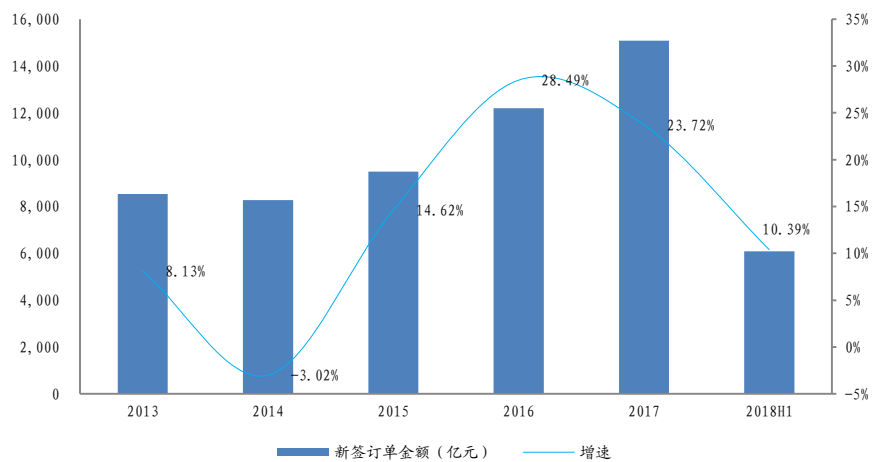
订单充沛保障业绩，模式升级改善盈利

订单充沛，有望加速业绩释放

新签订单高增长，在手订单充沛

2015年以来，在基建投资持续高增长的带动下，公司新签订单额持续保持高速增长。2017年，公司新签订单额15083亿元，同比增长23.72%，近三年CAGR达到25.59%。2018年上半年，受基建投资下滑影响，新签订单增速有所回落，但仍实现了10.39%的增长，伴随基建投资回暖，下半年增速有望回升。

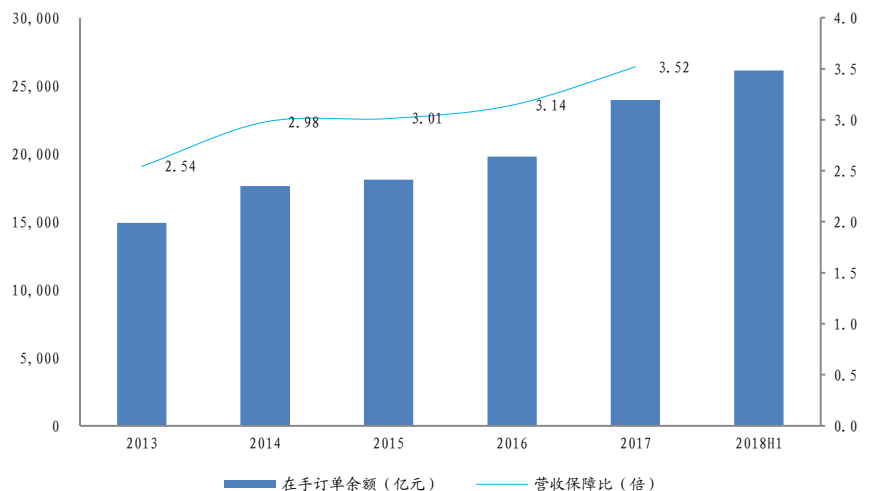
图 40: 公司新签订单额持续保持快速增长，近三年 CAGR 达到 25.59%



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

在新签订单高速增长的带动下，公司在手订单充沛，2018年上半年余额达到26312亿元，营收保障比超3.5倍，未来业绩有较为充分的保障。

图 41: 公司在手订单余额达 2.6 万亿元，营收保障比超 3.5 倍



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

工程业务订单呈现“五足鼎立”，公路、市政等高增长有望改善盈利能力

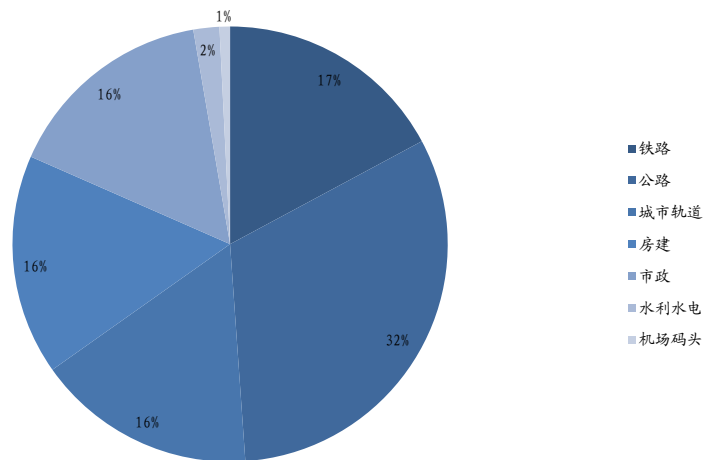
从工程订单的细分领域来看，公司 2017 年在铁路、公路、城轨、房建、市政五个领域的新签订单额分别为 2153 亿、3979 亿、2048 亿、2054 亿和 1971 亿，均在 2000 亿左右或以上，分别占比 17%、32%、16%、16%和 16%，呈现出“五足鼎立”的局面，互补效应明显。

表 12: 公司工程承包各细分领域的新签订单情况 (亿元)

业务领域	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
铁路	2,160	2,618	2,997	2,651	2,153
公路	1,437	981	1,835	2,619	3,979
城市轨道交通	659	633	964	1,713	2,048
房建	1,527	1,455	1,331	1,526	2,054
市政	652	687	403	1,395	1,971
水利水电	167	145	271	186	242
机场码头	44	72	104	104	98
工程承包订单合计	6,907	6,873	8,074	10,593	12,932

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

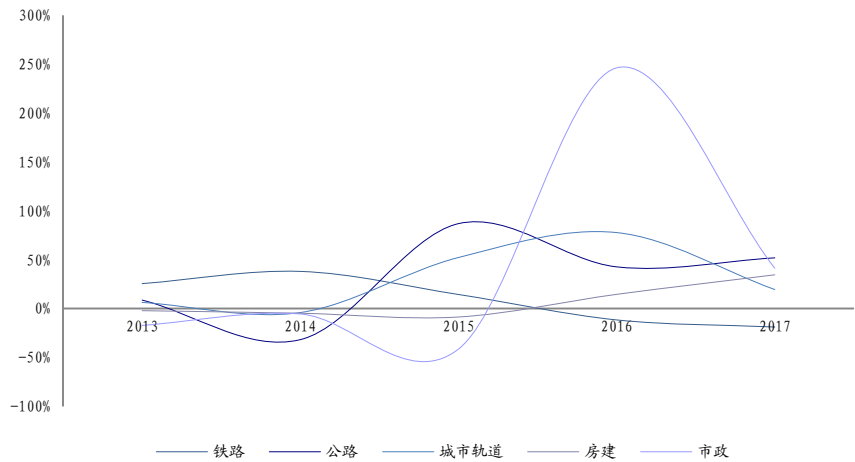
图 42: 公司 2017 年订单结构占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

从各领域订单的增速来看，公路、城轨、房建和市政四个核心领域实现了较快增长，铁路出现一定幅度的负增长。2017 年铁路、公路、城轨、房建、市政五个领域新签订单增速分别为-18.8%、51.95%、19.53%、34.62%和 41.32%，其中公路、城轨、市政三个领域表现最突出，近三年 CAGR 分别达到 59.45%、47.92%和 42.1%。

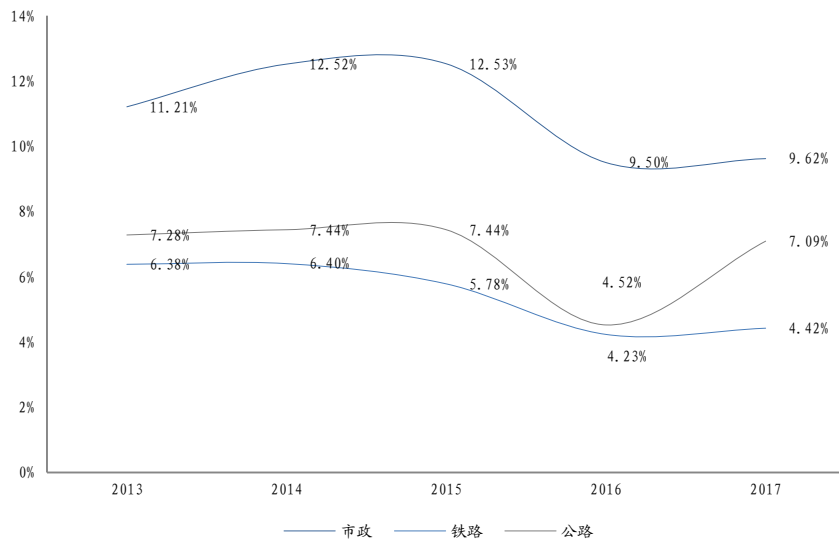
图 43: 公司公路、城轨、市政三个领域订单增长强劲, 近三年 CAGR 均高于 40%



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

随着公司订单的逐步落地, 公司工程领域未来的盈利能力有望明显提升。因为公司没有披露细分领域的毛利率情况, 我们参考公司的主要竞争对手中国中铁细分领域的毛利率水平来看, 公路、市政领域的毛利率远高于铁路, 而公司公路、市政领域订单呈现高速增长, 有望推动公司提升整体毛利率水平。

图 44: 中国中铁市政、公路的毛利率水平远高于铁路



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

川藏铁路等西部大基建项目提上日程, 公司中标概率大

近期, 中共中央政治局常委、国务院总理、国务院西部地区开发领导小组组长李克强主持召开国务院西部地区开发领导小组会议, 部署深入推进西部开发工作, 强调加快开工建设川藏铁路、渝昆铁路等大通道。

事实上，川藏铁路是国家“十三五”规划的重点项目，总投资将达到 2700 亿元。公司在“青藏铁路”的建设过程中积累了丰富的经验，形成了在高原、高寒、高速铁路领域的独有设计施工技术，此次川藏铁路开工提上日程，公司有望最先受益并成为最大的工程承包商之一。

图 45: 川藏铁路规划路线图

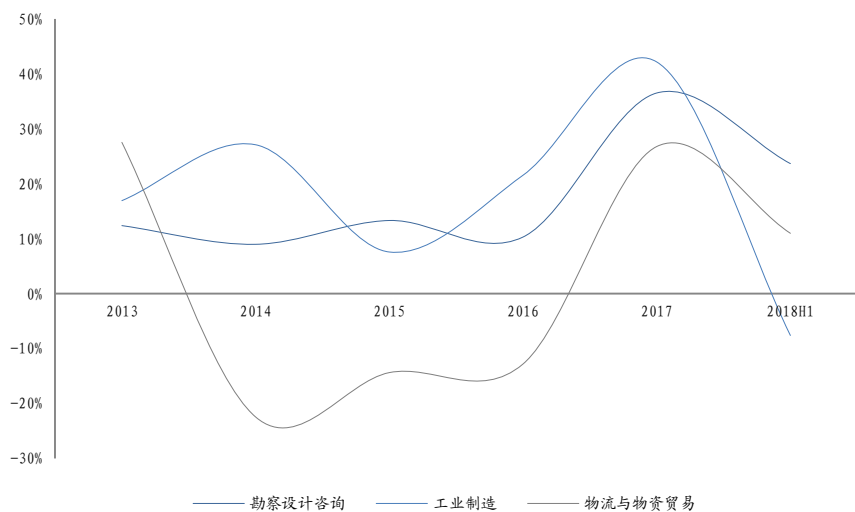


资料来源：交通运输部，国信证券经济研究所整理

非工程业务订单全面高速增长，齐头并进

除了工程领域订单充沛外，公司非工程多元业务领域订单也保持高速增长。2017 年，公司勘察设计、工业制造、物流贸易三个领域分别新签订单额 171 亿、284 亿和 823 亿，分别同比增长 36.49%、42.15%和 26.75%。其中勘察设计和物流贸易在 2018 年上半年继续保持较快增长，分别增长 23.64%和 10.96%。

图 46: 公司非工程业务订单均实现高速增长



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

海外订单逆势高增长，将是公司未来的重要增长点

公司凭借在铁路领域的技术优势，大举开拓海外市场，取得显著成绩。2018年上半年，在国际形势动荡的背景下，公司新签订单逆势高增长 52.74%，达到 688.51 亿元。新签海外订单规模跻身建筑央企两强，仅低于中国交建的规模。

未来，伴随着国家“一带一路”战略的持续深化，沿途国家旺盛的基础设施建设的需求有望得到释放，公司在铁路、公司等基础设施领域积累的技术、人才等优势，将助力公司海外市场不断做大，成为公司未来重要的增长点。

表 13：主要建筑央企近几年海外订单情况

公司	2016 年	2017 年	2018H1	2018H1 增速
中国交建	2238	2256	1216	-13.32%
中国铁建	1078	1050	689	52.74%
中国建筑	1124	1,988	473	-57.60%
中国中铁	1025	905	304	6.20%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

地产业务储地丰厚，分布在全国各个区域

2017 年，公司在北京、上海、广州、天津、重庆、南京等 24 个城市成功获取 38 宗土地，规划总建筑面积 935.08 万平方米。截至 2017 年底，公司进入北京、上海、广州、杭州、南京、重庆等 57 个国内城市及其他区域，持有开发 191 个项目，总建设用地约 1818 万平米，其中待开发面积约 481 万平米，规划总建筑面积约 5,933 万平方米，待开发建筑面积约 1283 万平米，土地储备充足。

近年来铁道部也开始陆续开发其拥有的土地资产，公司与铁道部关系密切，有望参与这些土地资产的开发。据市场初步估计，铁道部旗下可开发土地储备超 3 万亿平方米，超过当前土地储备最高的中国恒大，位居全球第一。

表 14：公司各区域持有待开发土地情况

区域	持有待开发土地面积 (万平方米)	规划建筑面积 (万平方米)
环渤海区域	93.89	223.72
西南区域	275.41	803.68
长三角区域	38.54	86.86
珠三角区域	67.76	162.92
其他区域	5.87	5.99
合计	481.47	1283.17

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

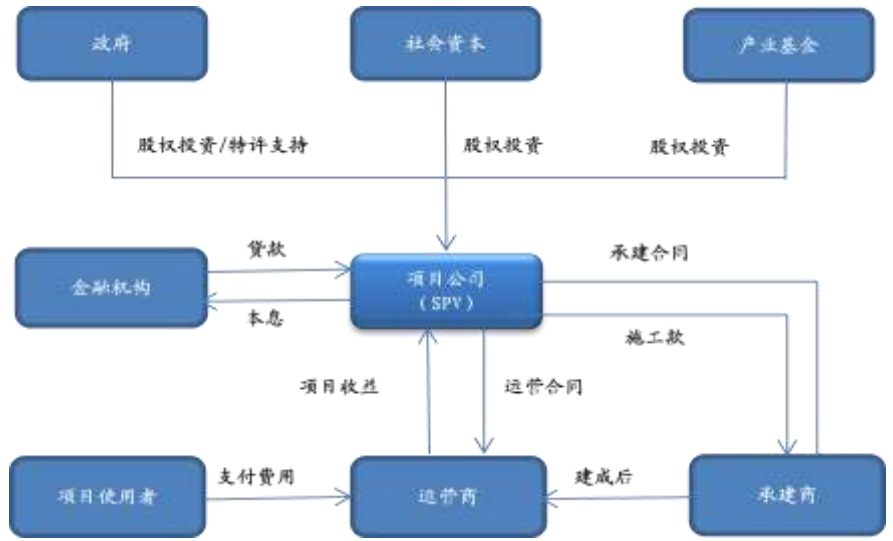
向“综合运营商”转型，盈利能力有望提升

BOT 等运营模式符合趋势，盈利能力更强

与传统的施工承包模式相比，BOT、PPP 等投资运营模式不仅能减少资本金投入，而且可以降低直接负债水平，并能优化公共服务效率和质量，提升参与方

的潜在盈利能力。

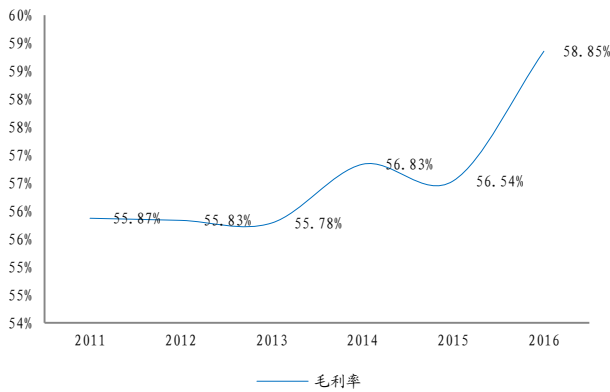
图 47: 典型的投资运营模式



资料来源: 建筑行业协会, 国信证券经济研究所整理

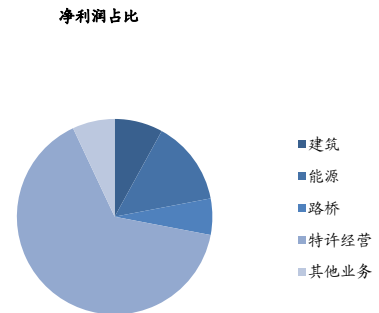
从国外大的工程承包商万喜的发展经验来看, 参与投资运营项目不仅能实现较高的毛利率和盈利水平, 并能减弱自身的周期属性。万喜集团 2016 年的毛利率水平高达 58.85%, 且近几年持续维持在较高水平。万喜集团 2016 年的特许经营业务收入占到了集团总收入的 17%, 而特许经营业务的净利润却高达总利润的 65%。

图 48: 万喜集团的毛利率持续保持在较高水平



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 49: 万喜集团特许经营业务的净利润占比达 65%



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司投融资项目储备充足, 逐步转入运营期

近年来, 随着 PPP 项目的发展, 公司参与 BOT 及 PPP 等投融资项目的数量也在快速增长。根据公司年报披露, 公司 2017 年无形资产——特许经营权的投资金额达到 134.76 亿元, 同比增长 11.8%, 其中参与国内运营项目 26 个, 国外运营项目 5 个。截止 2018 年上半年, 公司资产负债表中无形资产的金额为 441.89 亿元, 其中主要都是特许经营权。

公司在 2008 年上市之前就已经开始进入 BOT 等投融资项目领域，当前部分项目已经陆续进入运营期，对公司长期的稳健经营提供了保障，也有望逐步优化公司的盈利能力。

表 15: 公司主要的大型投融资项目

项目名称	总投资金额 (亿元)	项目进度
四川简阳至蒲江高速公路 BOT 项目	156.78	2017 年底全线开通试运营
成都经济区环线高速公路德阳至简阳段 BOT 项目	136.2	正常进展
G0511 线德阳至都江堰段 BOT 项目	159.54	正常进展
成都地铁 5 号线一二期工程	171.99	正常进展
投融资建设 BT 项目		
成都地铁 6 号线投融资 BT 项目	176.6	正常进展

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

估值低有望迎来拐点

新掌舵人拥有多年交建管理经验，有望助推公司效率提升

2018 年 6 月，公司管理层迎来重大变动，中国交建原党委副书记、总经理陈奋建先生调任中国铁道建筑有限公司董事长、党委书记，并兼任中国铁建股份有限公司党委书记，成为公司新的掌舵人。

陈奋建先生拥有多年的中国交建高层管理经验，有望把中国交建的一些优秀管理经验和模式带入公司，进一步提升公司的管理效率。

表 16: 公司新掌舵人陈奋建先生的履历

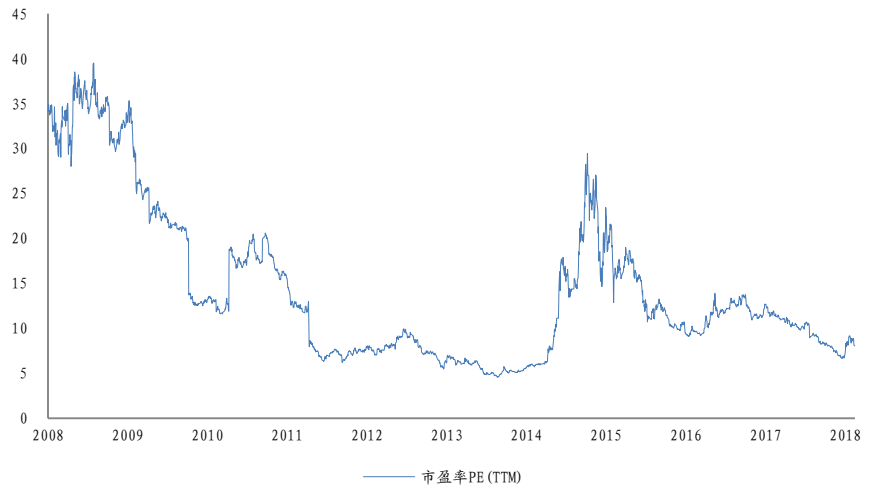
时间	岗位
1997 年 8 月至 2005 年 8 月	担任中国港湾建设（集团）总公司第四航务工程局一公司经理，第四航务工程局副局长，局长、党委副书记
2005 年 8 月至 2007 年 4 月	担任中国交通建设集团有限公司副总经理、中国交通建设集团有限公司临时党委委员
2007 年 4 月至 2014 年 1 月	担任中国交通建设集团有限公司党委常委、中国交通建设股份有限公司副总经理、党委常委，中国港湾工程有限责任公司董事长、法定代表人，中交投资有限公司董事长、法定代表人
2014 年 1 月至 2016 年 9 月	担任中国交通建设集团有限公司党委书记、董事，中国交通建设股份有限公司执行董事、总经理、党委副书记
2016 年 9 月至 2018 年 6 月	担任中国交通建设集团有限公司副董事长、总经理、党委副书记，中国交通建设股份有限公司副董事长、总经理、党委副书记
2018 年 6 月至今	担任中国铁道建筑有限公司董事长、党委书记、中国铁建股份有限公司党委书记

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

跌破净值，估值有望回升

纵向来看，公司自 2008 年上市以来，当前的估值现在处在历史中低位。截止 2018 年 9 月 18 日，公司 PE (TTM) 在 8.0 倍左右。

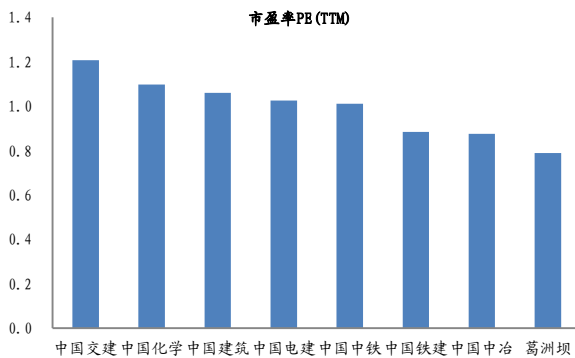
图 50: 纵向来看, 公司的估值当前处在历史低位



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

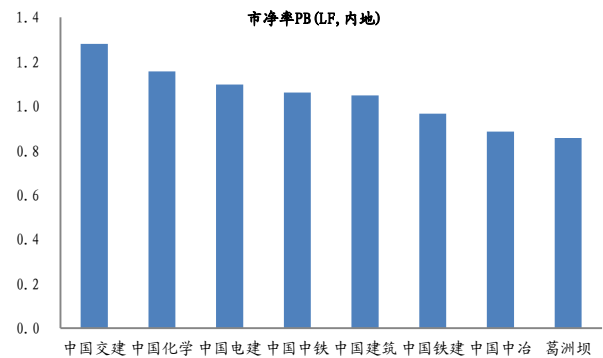
横向来看, 公司的估值在建筑央企中较低, 其中公司 PE 估值为 8.0 倍, 排在行业倒数第 3, PB 估值为 0.91 倍, 排在行业倒数第 3。

图 51: 公司的 PE 估值在主要建筑央企中排倒数第 3 名



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 52: 公司的 PB 估值在主要建筑央企中排倒数第 3 名



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

盈利预测与投资评级

公司工程承包业务稳健, 在手订单充沛, 且盈利能力较强的公路、市政订单保持高速增长, 工程板块有望稳中向好。公司非工程板块发展迅速, 盈利能力持续优化, 迸发出强劲的发展活力, 未来公司整体盈利能力有望持续提升。我们预计公司 18/19/20 年 EPS 为 1.37/1.53/1.65 元, 股价对应同期 7.9/7.0/6.5 倍 PE, 给予“买入”评级。

风险提示

应收账款坏账, 基建投资放缓, 海外项目不及预期等。

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	8.8%	10.2%	11.4%	12.3%	货币资金的期初余额	128702	141206	141206	141206
P/E	9.1	7.9	7.0	6.5	货币资金的期末余额	141206	141206	141206	141206
P/B	1.0	1.0	0.9	0.9	企业自由现金流	15480	11901	4511	9123
EV/EBITDA	19.8	22.8	21.3	20.1	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