

## 中国铁建(601186)/基础设施

## 进取心仍强, 性价比仍高

**评级: 买入(维持)**

市场价格:

分析师: 邢立夫

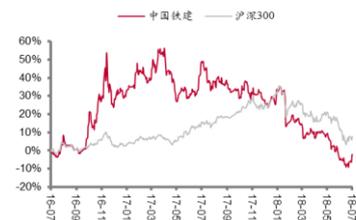
执业证书编号: S0740518100001

电话: 021-20315138

Email: xingl@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)	10.18
市值(百万元)	134471.01
流通市值(百万元)	117103.04

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 利润略低预期, 节奏变化不改全年快速增长
- 2 受益基建稳增长, 业绩有望超预期
- 3 Q3 业绩加速增长, 在手订单充裕

**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	855373.5
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	10.6	9.9	8.6	7.0	5.9
P/B	1.2	1.1	0.9	0.9	0.8

**■ 三季度要点**

公司发布2018年三季报, 1-9月份公司实现营业收入4898.71亿, 同比增长6.40%, 归母净利润126.46亿, 同比增长20.11%

**项目储备充足, 新签订单有望逐渐企稳:** 前三季度公司新签合同8916.56亿, YOY+5.33%, 其中国内新签合同8151.7亿, YOY+2.84%, 海外表现亮眼, 新签订单764.87亿, YOY+42.05%; 分结构来看, **工程板块**新签订单7305.53亿, YOY+2.92%, 其中房建、市政、水利电力增速较快, 增速分别为49.98%、20.45%、45.31%, 公路、城轨订单疲弱, 分别下滑23.43%、40.58%; **设计咨询**新签订单158.56亿, YOY+10.82%; **工业制造**158.98亿, YOY+0.71%; **物流与物资贸易**630.87亿, YOY+14.36%; **房地产销售**579.30亿, YOY+17.58%; 截至9月底公司在手合同26817.25亿, 为2017年营业收入的3.93倍, 在手订单充足。随着基建稳增长政策的不断兑现, 公司新签订单有望逐渐企稳。

**盈利能力提升助推利润快速增长:** 报告期内公司实现营业收入4898.71亿, 同比增长6.40%, 归母净利润126.46亿, 同比增长20.11%, 利润快速增长得益于盈利能力的显著提升。前三季度公司毛利率9.99%, 相比去年同期提升1.19个百分点, 提升显著。净利率2.89%, 相比去年同期提升0.47个百分点。净利率提升幅度小于毛利率主要由于期间费用率的上升, 前三季度公司期间费用了5.84%, 相比去年同期上升0.4个百分点, 其中管理费率4.54%, 上升0.22个百分点, 财务费用率0.70%, 上升0.19个百分点, 财务费用率上升由于新增借款相比年初增长425.5亿所致。

**资产负债率保持稳定, 经营性现金流有所恶化:** 截至9月底公司资产负债率77.72%, 延续下降的趋势, 利润的释放与永续债等权益性融资是杠杆降低的主要原因。报告期内公司现金流出现恶化, 前三季度经营性现金流净流出476.38亿, 相比去年同期多流出277.95亿, 现金流的恶化主要由于地方政府资金紧张所致。

**投资逻辑**

**■ 四季度收入端或出现改善:** 去年四季度由于环保因素停工现象明显, 而2018年四季度这一现象将出现比较显著的改善, 公司收入端相比去年四季度或出现一定改善。另外从公司自身情况来看, 订单储备充足, 五大板块短期均处于业绩兑现期, 得益于基建业务内部结构调整与PPP业务逐渐放量, 盈利能力有望持续提升, 公司从2015年开始对前期的亏损项目和公司进行充分的减亏, 业务得到充分的夯实, 基于此, 我们认为公司全年业绩快速增长格局不变。

**■ 基建政策博弈空间仍大, 铁路、城轨市场有望率先回暖:** 本轮扩内需、稳增长基建仍是首选, 基建补短板有望持续推进。从目前的进展来看, 铁路、城轨市场有望率先回暖, 公司作为寡头之一, 有望显著受益; 从政策博弈角度来看, 在内需下滑存在惯性、宽松政策存在时滞、外需冲击逐渐体现的背景下, 后续宽松政策的博弈空间仍然较大。

**■ 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, 权益性融资将是必走之路, 公司有望持续释放业绩营造必要的融资条件

**■ 预计公司归母净利润增速为22.9%、19.7%, EPS分别为1.45、1.74, 对应PE为7.0倍、5.9倍, 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：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	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
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	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
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

## 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：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%	<b>流动资产总额</b>	<b>611,300.31</b>	<b>652,898.12</b>	<b>668,806.25</b>	<b>701,353.93</b>
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)
<b>EBIT</b>	<b>21,538.06</b>	<b>27,382.39</b>	<b>30,720.05</b>	<b>35,023.69</b>	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	<b>固定资产总额</b>	<b>45,234.99</b>	<b>49,845.43</b>	<b>51,579.92</b>	<b>53,519.76</b>
<b>营业利润</b>	<b>18,131.34</b>	<b>20,909.80</b>	<b>25,314.87</b>	<b>30,178.85</b>	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
<b>利润总额</b>	<b>18,969.58</b>	<b>21,255.76</b>	<b>25,877.60</b>	<b>30,761.16</b>	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	<b>资产总额</b>	<b>759,345.03</b>	<b>821,887.46</b>	<b>848,726.97</b>	<b>893,411.37</b>
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
<b>净利润</b>	<b>14,850.83</b>	<b>16,919.19</b>	<b>20,598.57</b>	<b>24,485.88</b>	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
<b>归属母公司净利润</b>	<b>13,999.61</b>	<b>16,057.24</b>	<b>19,728.57</b>	<b>23,605.88</b>	<b>流动负债</b>	<b>490,999.33</b>	<b>543,654.84</b>	<b>559,374.64</b>	<b>589,161.86</b>
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
<b>EPS (元)</b>	<b>1.03</b>	<b>1.18</b>	<b>1.45</b>	<b>1.74</b>	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
<b>主要财务比率</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>负债总额</b>	<b>610,629.05</b>	<b>643,238.61</b>	<b>658,958.41</b>	<b>688,745.63</b>
<b>成长能力</b>					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%	<b>负债和股东权益</b>	<b>759,345.03</b>	<b>821,887.46</b>	<b>848,726.97</b>	<b>893,411.37</b>
净利润	10.7%	14.7%	22.9%	19.7%					
<b>获利能力</b>					<b>现金流量表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
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
<b>偿债能力</b>					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	<b>经营活动现金流</b>	<b>20,049.93</b>	<b>30,080.00</b>	<b>42,309.52</b>	<b>30,331.49</b>
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
<b>营运能力</b>					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%	<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,585.80</b>	<b>-25,138.77</b>	<b>-25,000.00</b>	<b>-27,000.00</b>
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
<b>每股指标 (元)</b>					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
<b>估值比率</b>					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	<b>融资活动现金流</b>	<b>-11,696.14</b>	<b>7,562.96</b>	<b>-18,483.43</b>	<b>-3,363.76</b>
P/B	0.9	0.8	0.7	0.7	<b>现金净变动额</b>	<b>6,767.99</b>	<b>12,504.19</b>	<b>-1,173.91</b>	<b>-32.28</b>

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。