

中国铁建 (601186)

证券研究报告

2018年11月02日

业绩稳定增长，稳增长下持续受益铁路投资增加

订单保持高速增长，境外合同增长迅速

公司前三季度季末累计新签合同金额 8917 亿，同比增长 5.33%，较 2018 上半年的增速 10.4%有所回落。其中国内新签订单 8152 亿，同增 2.84%；海外新签订单 765 亿，同增 42.05%，公司近年大力拓展海外铁路工程市场成效明显。分业务看，工程承包板块新签订单 7306 亿，同增 2.92%，其中房建、水利电力增速较快，分别同比增长了 49.98%、45.31%，公路、城轨增速则分别下滑 23.43%、40.58%；非工程承包板块新签订单 1611 亿，同增 17.86%。报告期末，公司在手订单 26817 亿，为 2017 年营收的 3.93 倍，充足的在手订单为未来营收增长提供了支撑。

营业收入稳健增长，盈利能力持续提升

公司前三季度完成营业收入 4899 亿元，同比增长 6.4%。前三季度毛利率为 9.99%，较去年同期大幅提升了 1.19 个百分点，主要系非工程承包板块中高毛利率的勘察设计、房地产板块占比提升，增值税降低，以及研发费用归集方式改变所致。

利润方面，前三季度公司净利率为 2.89%，较前值增加 0.47 个百分点。由于毛利率的提高及营业规模的扩大，前三季度归母净利润为 126.46 亿元，同比增长 20.11%；三季度单季归母净利润 46.37 亿元，同比增长 15.77%。

期间费用率小幅上升，资产减值有所增加

公司前三季度期间费用率为 5.84%，同比增加 0.4 个百分点。其中，销售费用率基本不变；财务费用率增加了 0.19 个百分点至 0.70%，主因公司借款增加所致；管理费用率（同口径加回研发费用）增加了 0.22 个百分点至 4.54%；研发费用率 2.15%，同增 0.17 个百分点。资产和信用减值损失合计 10.22 亿，较去年同期增加了 7.86 亿元，或因较为紧张的融资环境下应收款项和合同资产减值计提增加所致。

付现比上升较快，资产负债率持续下降

前三季度公司收现比为 1.0028，同比上升了 4.2 个百分点；同期公司付现比为 1.0935，同比大幅上升了 12.36 个百分点，或因经营规模扩大，土地开发款及项目预付款等付现成本增加所致。因业务扩展及融资环境紧张，报告期内经营性活动产生现金流量净流出 476 亿元，较去年同期下降 278 亿。公司截至三季度末资产负债率为 77.72%，较去年同期降低 3.1 个百分点，公司正通过可转债、永续债等权益性融资不断优化负债结构。

投资建议

公司在手订单饱满，业绩稳定增长，基建稳增长定调下中央铁路投资有望加大力度，作为龙头央企公司将显著受益，维持 2018-2020 年 EPS1.41、1.54、1.67 元/股的预测，对应 PE 分别为 8、7、7 倍，维持对公司“买入”评级，维持目标价 12.5 元。

风险提示：固定资产投资增速快速下滑；公司业务推进不及预期

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	629,327.09	680,981.13	751,035.54	819,520.83	886,834.94
增长率(%)	4.79	8.21	10.29	9.12	8.21
EBITDA(百万元)	33,062.55	36,037.54	36,152.44	39,571.65	43,227.90
净利润(百万元)	13,999.61	16,057.24	19,117.97	20,974.95	22,735.01
增长率(%)	10.71	14.70	19.06	9.71	8.39
EPS(元/股)	1.03	1.18	1.41	1.54	1.67
市盈率(P/E)	10.67	9.30	7.81	7.12	6.57
市净率(P/B)	1.14	1.00	0.89	0.80	0.73
市销率(P/S)	0.24	0.22	0.20	0.18	0.17
EV/EBITDA	4.51	3.43	3.51	2.59	2.18

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑装饰/基础建设
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	11.00 元
目标价格	12.5 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	11,503.25
流通 A 股股本(百万股)	11,503.25
A 股总市值(百万元)	126,535.70
流通 A 股市值(百万元)	126,535.70
每股净资产(元)	11.01
资产负债率(%)	77.72
一年内最高/最低(元)	12.48/8.02

作者

唐笑 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030004
tangx@tfzq.com

岳恒宇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040005
yuehengyu@tfzq.com

肖文劲 联系人
xiaowenjin@tfzq.com

陈航杰 联系人
chenhangjie@tfzq.com

股价走势

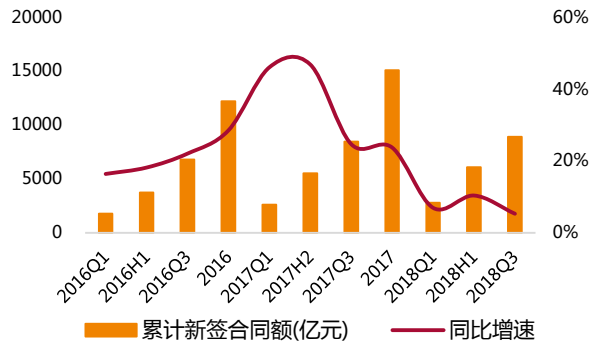


资料来源：贝格数据

相关报告

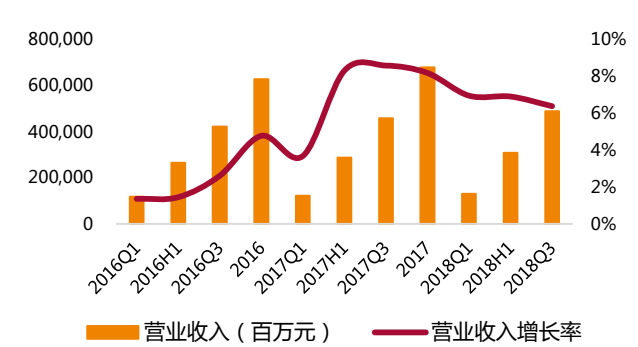
- 《中国铁建-半年报点评:收入稳健增长，毛利率显著提升》 2018-09-01
- 《中国铁建-年报点评报告:业绩稳健增长，在手订单充裕》 2018-04-01
- 《中国铁建-季报点评:新订单增长强劲，业绩稳步提升》 2017-11-01

图 1：公司新签订单与在手订单（亿元）



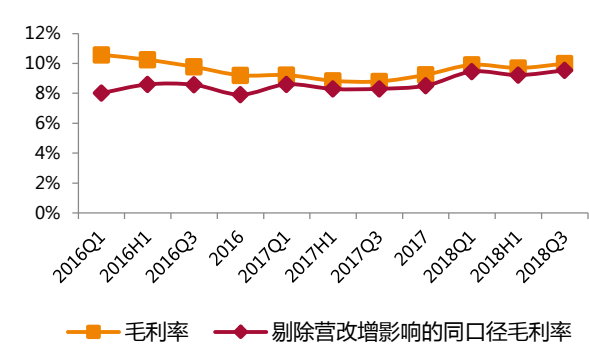
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 2：营业收入及增速



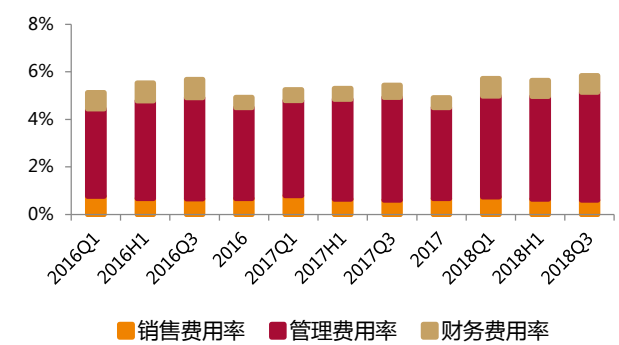
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 3：毛利率及剔除营改增后毛利率



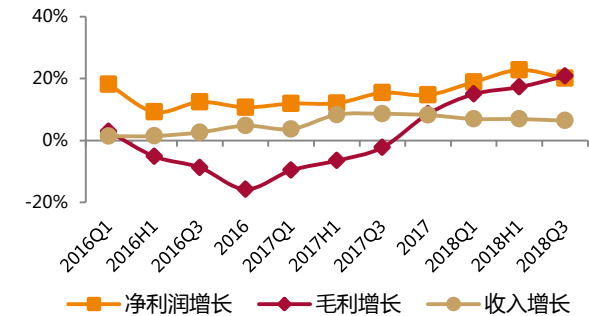
资料来源：wind、天风证券研究所

图 4：三项费用率



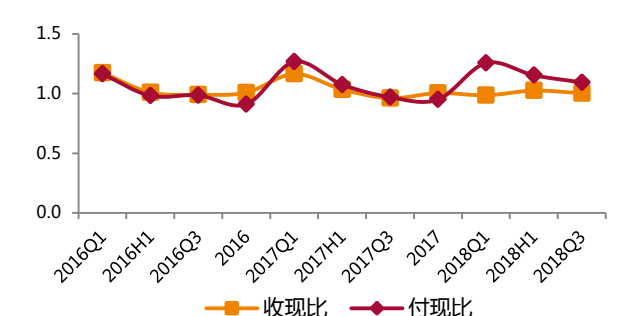
资料来源：wind、天风证券研究所

图 5：净利、毛利及收入增长



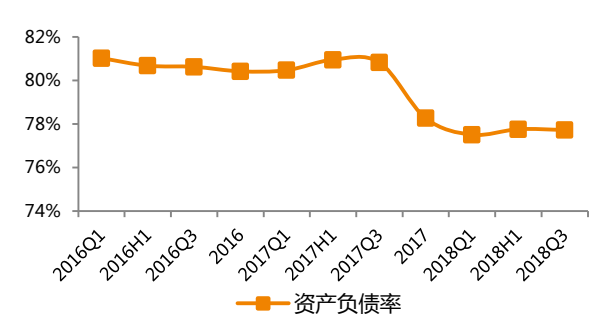
资料来源：wind、天风证券研究所

图 6：收付现比



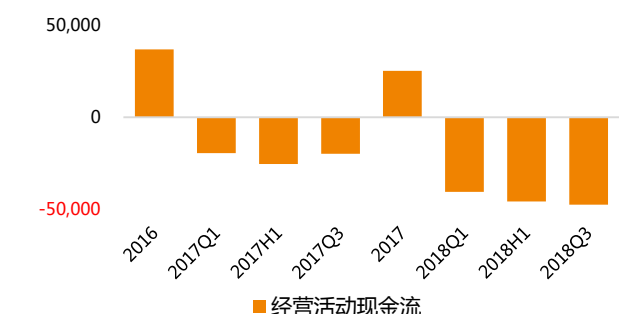
资料来源：wind、天风证券研究所

图 7：资产负债率



资料来源：wind、天风证券研究所

图 8：经营性现金流（百万元）



资料来源：wind、天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	128,701.99	141,206.19	112,655.33	122,928.12	133,025.24
应收账款	179,053.90	201,543.05	219,871.34	239,970.91	257,642.03
预付账款	19,955.61	18,784.00	34,264.96	19,267.22	37,711.79
存货	265,780.67	266,604.16	312,090.06	327,797.78	355,505.14
其他	17,808.14	24,760.72	20,081.74	23,528.30	20,236.33
流动资产合计	611,300.31	652,898.12	698,963.42	733,492.34	804,120.53
长期股权投资	7,936.43	17,869.53	21,869.53	26,869.53	32,869.53
固定资产	42,151.56	45,981.85	43,744.45	40,967.67	37,067.25
在建工程	3,083.43	3,863.58	2,618.15	1,870.89	1,722.53
无形资产	45,679.53	40,155.86	40,453.88	40,734.84	40,998.74
其他	45,227.77	59,435.52	50,329.16	53,908.25	56,428.65
非流动资产合计	144,078.72	167,306.34	159,015.16	164,351.17	169,086.71
资产总计	759,345.03	821,887.46	859,861.58	900,354.17	975,232.80
短期借款	30,428.52	29,499.10	35,911.33	42,823.98	48,785.94
应付账款	310,337.77	330,636.88	369,078.05	390,640.81	430,212.36
其他	150,233.04	183,518.86	189,673.02	199,024.49	214,582.43
流动负债合计	490,999.33	543,654.84	594,662.40	632,489.28	693,580.73
长期借款	69,032.43	58,826.79	23,943.21	5,638.02	1,050.72
应付债券	44,902.04	35,677.92	37,212.97	39,264.31	37,385.07
其他	5,695.25	5,079.06	5,238.30	5,337.54	5,218.30
非流动负债合计	119,629.71	99,583.78	66,394.48	50,239.87	43,654.09
负债合计	610,629.05	643,238.61	661,056.88	682,729.15	737,234.81
少数股东权益	17,528.91	29,236.86	30,333.63	31,534.99	32,810.54
股本	13,579.54	13,579.54	13,579.54	13,579.54	13,579.54
资本公积	40,430.37	40,428.56	40,428.56	40,428.56	40,428.56
留存收益	108,924.35	122,524.66	138,583.75	156,202.71	175,300.11
其他	(31,747.19)	(27,120.78)	(24,120.78)	(24,120.78)	(24,120.78)
股东权益合计	148,715.99	178,648.85	198,804.70	217,625.02	237,997.98
负债和股东权益总	759,345.03	821,887.46	859,861.58	900,354.17	975,232.80

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	14,850.83	16,919.19	19,117.97	20,974.95	22,735.01
折旧摊销	12,199.50	12,419.74	8,684.82	9,743.08	10,784.86
财务费用	2,049.03	6,267.53	3,008.15	3,136.32	3,719.65
投资损失	(147.52)	(337.00)	(387.55)	(310.04)	(356.55)
营运资金变动	(11,902.03)	(25,052.92)	(13,570.12)	6,066.78	(10,361.95)
其它	20,087.77	15,187.64	950.89	1,243.16	1,296.31
经营活动现金流	37,137.58	25,404.18	17,804.16	40,854.25	27,817.33
资本支出	25,360.14	22,061.64	9,340.76	11,400.77	13,119.24
长期投资	3,778.63	9,933.10	4,000.00	5,000.00	6,000.00
其他	(55,411.37)	(68,682.38)	(24,812.18)	(28,677.04)	(32,252.15)
投资活动现金流	(26,272.60)	(36,687.65)	(11,471.43)	(12,276.27)	(13,132.91)
债权融资	156,934.97	154,205.29	122,136.72	110,340.53	113,183.36
股权融资	5,440.21	1,905.46	402.42	(2,742.44)	(3,398.65)
其他	(164,486.44)	(132,335.43)	(157,422.72)	(125,903.28)	(114,372.02)
筹资活动现金流	(2,111.26)	23,775.32	(34,883.58)	(18,305.19)	(4,587.30)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	8,753.71	12,491.84	(28,550.85)	10,272.79	10,097.12

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	629,327.09	680,981.13	751,035.54	819,520.83	886,834.94
营业成本	571,377.53	618,059.39	680,816.72	743,095.55	803,885.79
营业税金及附加	8,144.21	4,950.48	5,257.25	5,736.65	6,207.84
营业费用	4,177.67	4,530.90	4,997.01	5,452.67	5,900.55
管理费用	24,089.62	26,057.97	28,738.62	31,359.23	33,935.03
财务费用	2,731.71	2,875.91	3,008.15	3,136.32	3,719.65
资产减值损失	600.13	4,469.50	4,000.00	4,400.00	4,840.00
公允价值变动收益	(222.42)	367.90	(145.87)	41.80	20.76
投资净收益	147.52	337.00	387.55	310.04	356.55
其他	149.78	(1,577.73)	(483.37)	(703.69)	(754.61)
营业利润	18,131.34	20,909.80	24,459.47	26,692.25	28,723.38
营业外收入	1,213.04	1,090.27	1,286.52	1,518.09	1,791.35
营业外支出	374.80	744.31	350.00	350.00	350.00
利润总额	18,969.58	21,255.76	25,395.99	27,860.34	30,164.73
所得税	4,118.74	4,336.57	5,181.26	5,684.03	6,154.17
净利润	14,850.83	16,919.19	20,214.73	22,176.31	24,010.56
少数股东损益	851.22	861.96	1,096.77	1,201.36	1,275.55
归属于母公司净利润	13,999.61	16,057.24	19,117.97	20,974.95	22,735.01
每股收益(元)	1.03	1.18	1.41	1.54	1.67

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	4.79%	8.21%	10.29%	9.12%	8.21%
营业利润	9.17%	15.32%	16.98%	9.13%	7.61%
归属于母公司净利润	10.71%	14.70%	19.06%	9.71%	8.39%
获利能力					
毛利率	9.21%	9.24%	9.35%	9.33%	9.35%
净利率	2.22%	2.36%	2.55%	2.56%	2.56%
ROE	10.67%	10.75%	11.35%	11.27%	11.08%
ROIC	14.42%	16.04%	17.97%	16.27%	18.58%
偿债能力					
资产负债率	80.42%	78.26%	76.88%	75.83%	75.60%
净负债率	195.73%	181.92%	174.96%	195.87%	188.85%
流动比率	1.25	1.20	1.18	1.16	1.16
速动比率	0.70	0.71	0.65	0.64	0.65
营运能力					
应收账款周转率	3.62	3.58	3.56	3.56	3.56
存货周转率	2.46	2.56	2.60	2.56	2.60
总资产周转率	0.86	0.86	0.89	0.93	0.95
每股指标(元)					
每股收益	1.03	1.18	1.41	1.54	1.67
每股经营现金流	2.73	1.87	1.31	3.01	2.05
每股净资产	9.66	11.00	12.41	13.70	15.11
估值比率					
市盈率	10.67	9.30	7.81	7.12	6.57
市净率	1.14	1.00	0.89	0.80	0.73
EV/EBITDA	4.51	3.43	3.51	2.59	2.18
EV/EBIT	7.15	5.23	4.62	3.43	2.91

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com