

2018年11月03日

中国铁建 (601186.SH)

## 业绩增速强劲，基建补短板带来广阔发展空间

■**事项：**公司发布 2018 年第三季度报告，前三季度实现营业总收入 4,898.71 亿元，比上年同期增加 6.40%；实现归属于上市公司股东的净利润 126.46 亿元，比上年同期增加 20.11%，扣非后同比增加 22.20%。其中 Q3 单季实现营业收入 1,808.90 亿元（同比+5.52%）、实现归属于上市公司股东的净利润 46.37 亿元（同比+15.77%）。

■**3Q18 录得大型建筑央企业绩最高增速，Q3 营收略有放缓：营收增速方面**，公司 Q1~Q3 营业收入实现同比增速+6.40%，较 2017 年同期增速（+8.61%）降低约 2.2 个 pct，处于近 10 年间（2009-2018）3 季报营收增速约 50 分位。分季度来看，2018 年 Q1~Q3 分别实现营收同比增速 6.97%、6.89%、5.52%，Q3 增速略有放缓；环比来看，Q2、Q3 环比增速分别达到 12.96%、2.01%，我们判断 Q3 营收同比、环比增速均出现放缓与当期基建投资增速下滑有直接对应关系，预计 Q4 或将得到一定程度改善。**归母净利润增速方面**，公司 Q1~Q3 归母净利润实现同比增速+20.11%，较 2017 年同期增速（+15.40%）提高约 4.7 个 pct，处于近 10 年间（2009-2018）3 季报归母净利润增速约 70 分位。本期公司计提资产及信用减值损失同比增加约 7.86 亿元（+333.05%），其中 Q3 单季计提资产及信用减值损失同比增加约 5.62 亿元。我们计算公司自 2009 年以来，其前三季度归母净利润 CAGR 达到约 14.7%。分季度来看，2018 年 Q1~Q3 分别实现归母净利润增速 18.86%、25.87%、15.77%，Q3 增速下滑或部分与计提减值损失增加相关。

■**工程、设计及地产业务驱动毛利水平提升，财务费用增长较快，经营性现金流出大幅增加：**公司三季报综合毛利率达到 9.99%，较去年同期提升了 0.72 个 pct，为近 10 年间（2009-2018）3 季报毛利率水平的 60 分位，且自 2016 年以来保持提升，判断与公司今年以来工程承包、勘察设计及房地产开发业务毛利率均有所提升相关。**期间费用方面**，公司前三季度期间费用率为 3.69%，如统一口径将研发费用加回计算为 5.84%，较去年同期提高了 0.4 个 pct，其中财务费用较上年同期增加 45.68%，主要为期内公司有息负债增加所致。**净利率及 ROE 方面**，公司三季报销售净利率为 2.89%，同比提高了 0.47 个 pct；ROE（加权）为 10.11%，同比提高了 1.88 个 pct，净利率与 ROE 的提升主要为净利润同比增速（27.25%）大幅高于营业收入增速（6.40%）。**现金流方面**，前三季度公司经营活动产生的现金流量净额为-476.38 亿元，较去年同期大幅增加流出约 277.95 亿元，我们判断主要为期内公司项

## 公司快报

证券研究报告

建筑施工

投资评级 **买入-A**

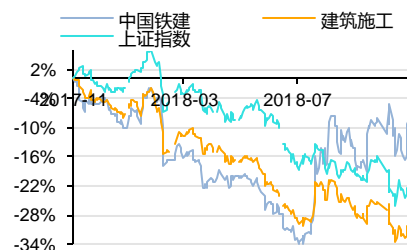
维持评级

6 个月目标价：**13.50 元**  
股价（2018-11-02）**11.27 元**

### 交易数据

总市值(百万元)	153,041.43
流通市值(百万元)	129,641.58
总股本(百万股)	13,579.54
流通股本(百万股)	11,503.25
12 个月价格区间	8.16/12.42 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.21	11.46	14.2
绝对收益	1.08	8.16	-6.69

王鑫

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070004

wangxin4@essence.com.cn

010-83321052

苏多永

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517030005

sudy@essence.com.cn

021-35082325

### 相关报告

中国铁建：中国铁建公司快报/王鑫	2017-10-31
中国铁建：业绩如期稳健增长，新签合同大幅增加/张龙	2017-08-30

目施工及土地购置投入资金增加所致。因 Q2~Q3 社融增量减少影响部分建设项目融资受阻，或致公司工程垫款相应增加。投资活动筹资活动产生的现金流量净额比去年同期增加流出 59.87 亿元，主要为期内公司投资规模增加所致。产生的现金流量净额比去年同期增加流入约 160.94 亿元，主要为期内公司吸收投资及取得借款收到的现金增加所致。

■货币资金余额较年初减少、合同负债增加，杠杆水平呈较大降幅：

**货币资金方面**，期末公司货币资金余额为 1,085.49 亿，较年初减少 326.57 亿元，主要为期内经营性及投资性现金净流出增加所致。**预收款项和应收账款方面**，前三季度公司预收款项及合同负债合计 1,112.02 亿元，较年初增加 255.19 亿元 (+29.78%)，较去年同期增加约 6.02%，判断主要为期内预收工程款及预收售楼款增加所致。前三季度公司应收账款及应收票据为 1,580.89 亿元，较年初略增 45.6 亿元，应收票据较年初有所减少主要为期内票据收款减少及部分票据到期。期末长期应收款为 500.04 亿元，较年初增加 93.42 亿元 (+22.97%)；长期股权投资为 253.23 亿元，较年初增加 74.53 亿元 (+41.71%)，以上判断均主要为公司融、投资合同模式项目收入占比增加所致。**资本结构方面**，报告期末公司的资产负债率为 77.72%，同比大幅降低了 3.1 个 pct，较 6 月底基本持平，判断杠杆水平降低部分或与期内公司发行永续期公司债券相关；如考察剔除预收账款及合同负债后的资产负债率，三季度末为 67.31%，杠杆水平进一步降低。

■新签合同增速放缓，未完合同/收入比 3.9，或将受益于基建投资增速修复：三季报显示，公司 1-9 月累计新签合同 8,916.57 亿元，较 2017 年同期增长 5.33%，增速较去年同期增速 (+24.67%) 有所放缓，其中 Q1/Q2/Q3 单季新签合同同比增速分别为 +6.98%、+13.47%、-4.14%。**从业业务结构来看**，工程承包板块新签合同 7,305.53 亿元，同比增长 2.9%，其中铁路/公路/城轨/房建/市政业务累计新签合同增速分别为 -0.25%、-23.43%、-40.58%、+49.98%、+20.45%；公路及城轨业务新签合同增速出现较大回落，主要为受投融资市场政策调整、承揽 PPP 模式的公路项目减少及国内城市轨道交通招标项目较去年同期有所减少所致。非工程承包板块新签合同 1,611.03 亿元，同比增长 17.86%，其中勘察设计/工业制造/物流贸易/房地产开发业务累计新签合同增速分别为 +10.82%、+0.71%、+14.36%、+17.58%，房地产开发及物流贸易新签合同增速较快。**从地区结构来看**，境内业务实现新签合同 8,151.70 亿元，同比增长 2.84%；海外业务实现新签合同 764.87 亿元，同比增长 42.05%。公司披露截至报告期末，公司未完成合同额 26,817.25 亿元，同比增长 23.25%，相当于公司 2017 年营业总收入的 3.94 倍。我们认为公司作为国内基建央企巨头之一，后续或将受益于基建补短板带动下的基建投资增速恢复上行。

■**投资建议：**我们预测公司 2018 年-2020 年的收入增速预测分别为 9.5%、9.6%、9.6%，净利润增速分别为 19.7%、14.8%、13.9%，实现 EPS 分别为 1.42、1.63、1.85 元，维持公司买入-A 投资评级。6 个月目标价为 13.50 元，相当于 2018 年 9.5 倍的预期市盈率估值。

■**风险提示：**宏观经济大幅波动风险，国内基建投资增速下滑风险，PPP 项目执行不达预期风险，海外项目执行不达预期风险，项目回款风险等。

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	629,327.1	680,981.1	745,556.1	817,016.6	895,078.1
净利润	13,999.6	16,057.2	19,224.3	22,073.3	25,146.8
每股收益(元)	1.03	1.18	1.42	1.63	1.85
每股净资产(元)	9.66	11.00	12.06	13.08	14.12

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	10.9	9.5	8.0	6.9	6.1
市净率(倍)	1.2	1.0	0.9	0.9	0.8
净利润率	2.2%	2.4%	2.6%	2.7%	2.8%
净资产收益率	10.7%	10.7%	11.7%	12.4%	13.1%
股息收益率	1.4%	2.4%	3.8%	4.3%	4.9%
ROIC	14.4%	16.0%	19.5%	22.4%	23.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	629,327.1	680,981.1	745,556.1	817,016.6	895,078.1	<b>成长性</b>					
减:营业成本	571,377.5	618,059.4	674,745.6	739,530.0	810,677.3	营业收入增长率	4.8%	8.2%	9.5%	9.6%	9.6%
营业税费	8,144.2	4,950.5	5,273.9	5,830.1	6,359.4	营业利润增长率	9.2%	15.3%	19.4%	15.4%	14.0%
销售费用	4,177.7	4,530.9	5,004.4	5,437.0	5,973.3	净利润增长率	10.7%	14.7%	19.7%	14.8%	13.9%
管理费用	24,089.6	26,058.0	28,533.8	31,268.7	34,254.3	EBITDA 增长率	3.0%	9.0%	15.5%	7.9%	6.0%
财务费用	2,731.7	2,875.9	4,800.6	4,257.6	2,919.2	EBIT 增长率	-0.6%	13.2%	26.0%	11.1%	8.2%
资产减值损失	600.1	4,469.5	2,446.4	2,129.5	2,261.4	NOPLAT 增长率	-0.5%	15.9%	25.1%	11.1%	8.2%
加:公允价值变动收益	-222.4	367.9	-73.5	-20.8	-19.8	投资资本增长率	4.2%	3.1%	-3.6%	3.5%	-22.1%
投资和汇兑收益	147.5	337.0	285.2	264.1	232.3	净资产增长率	15.4%	20.1%	8.6%	7.8%	7.4%
<b>营业利润</b>	18,131.3	20,909.8	24,963.0	28,806.8	32,845.7	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	838.2	346.0	581.8	516.8	526.4	毛利率	9.2%	9.2%	9.5%	9.5%	9.4%
<b>利润总额</b>	18,969.6	21,255.8	25,544.8	29,323.6	33,372.1	营业利润率	2.9%	3.1%	3.3%	3.5%	3.7%
减:所得税	4,118.7	4,336.6	5,217.6	5,986.0	6,814.4	净利润率	2.2%	2.4%	2.6%	2.7%	2.8%
<b>净利润</b>	13,999.6	16,057.2	19,224.3	22,073.3	25,146.8	EBITDA/营业收入	5.3%	5.3%	5.6%	5.5%	5.3%
						EBIT/营业收入	3.3%	3.5%	4.0%	4.0%	4.0%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	固定资产周转天数	24	23	20	13	7
货币资金	128,702.0	141,206.2	149,111.2	163,403.3	179,015.6	流动营业资本周转天数	17	11	11	15	14
交易性金融资产	323.4	489.7	416.3	395.4	375.7	流动资产周转天数	339	334	328	330	328
应收账款	179,053.9	201,543.1	206,148.0	245,259.8	249,488.8	应收账款周转天数	99	101	98	99	99
应收票据	4,350.6	7,024.9	5,312.6	6,705.2	7,604.7	存货周转天数	146	141	136	141	139
预付账款	19,955.6	18,784.0	33,791.9	19,483.4	37,977.0	总资产周转天数	416	418	405	394	383
存货	265,780.7	266,604.2	296,317.1	342,300.0	349,261.2	投资资本周转天数	66	63	58	53	43
其他流动资产	13,134.2	17,246.1	15,818.0	15,399.4	16,154.5	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	6,554.8	8,382.3	9,220.5	10,142.6	11,156.8	ROE	10.7%	10.7%	11.7%	12.4%	13.1%
持有至到期投资	0.0	0.0	0.5	0.2	0.2	ROA	2.0%	2.1%	2.4%	2.5%	2.7%
长期股权投资	7,936.4	17,869.5	17,869.5	17,869.5	17,869.5	ROIC	14.4%	16.0%	19.5%	22.4%	23.4%
投资性房地产	3,340.0	3,646.7	3,646.7	3,646.7	3,646.7	<b>费用率</b>					
固定资产	42,151.6	45,981.9	34,802.1	23,622.3	12,442.6	销售费用率	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
在建工程	3,083.4	3,863.6	3,863.6	3,863.6	3,863.6	管理费用率	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%
无形资产	45,679.5	40,155.9	39,470.9	38,786.0	38,101.1	财务费用率	0.4%	0.4%	0.6%	0.5%	0.3%
其他非流动资产	35,332.9	47,406.4	37,299.7	39,879.0	41,399.4	三费/营业收入	4.9%	4.9%	5.1%	5.0%	4.8%
<b>资产总额</b>	759,345.0	821,887.5	854,971.6	933,267.3	970,383.0	<b>偿债能力</b>					
短期债务	30,428.5	29,499.1	46,535.4	63,540.6	54,940.9	资产负债率	80.4%	78.3%	77.3%	77.6%	76.8%
应付账款	310,337.8	330,636.9	350,186.4	405,177.9	423,738.3	负债权益比	410.6%	360.1%	340.6%	346.0%	331.8%
应付票据	28,511.5	41,411.3	43,211.9	39,230.9	55,355.6	流动比率	1.25	1.20	1.19	1.20	1.19
其他流动负债	121,721.6	142,107.6	152,708.1	155,557.1	170,741.8	速动比率	0.70	0.71	0.69	0.68	0.70
长期借款	69,032.4	58,826.8	27,346.6	19,487.2	-	利息保障倍数	7.64	8.21	6.20	7.77	12.25
其他非流动负债	50,597.3	40,757.0	40,916.2	41,015.5	40,896.2	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	610,629.0	643,238.6	660,904.7	724,009.2	745,672.8	DPS(元)	0.16	0.18	0.42	0.49	0.56
少数股东权益	17,528.9	29,236.9	30,339.7	31,604.0	33,014.9	分红比率	15.5%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	13,579.5	13,579.5	13,579.5	13,579.5	13,579.5	股息收益率	1.4%	2.4%	3.8%	4.3%	4.9%
留存收益	108,924.4	122,524.7	136,819.9	153,193.3	171,810.3						
<b>股东权益</b>	148,716.0	178,648.8	194,047.0	209,258.2	224,710.2						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	14,850.8	16,919.2	19,224.3	22,073.3	25,146.8	EPS(元)	1.03	1.18	1.42	1.63	1.85
加:折旧和摊销	12,199.5	12,419.7	11,864.7	11,864.7	11,864.7	BVPS(元)	9.66	11.00	12.06	13.08	14.12
资产减值准备	600.1	4,469.5	2,446.4	2,129.5	2,261.4	PE(X)	10.9	9.5	8.0	6.9	6.1
公允价值变动损失	222.4	-367.9	-73.5	-20.8	-19.8	PB(X)	1.2	1.0	0.9	0.9	0.8
财务费用	2,049.0	6,267.5	4,800.6	4,257.6	2,919.2	P/FCF	12.8	15.8	38.1	6.2	5.6
投资损失	-147.5	-337.0	-285.2	-264.1	-232.3	P/S	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
少数股东损益	851.2	862.0	1,102.9	1,264.3	1,410.9	EV/EBITDA	4.5	3.4	2.6	2.2	1.2
营运资金的变动	-11,902.0	-25,052.9	2,361.9	-18,534.0	13,550.5	CAGR(%)	16.3%	16.2%	15.0%	16.3%	16.2%
<b>经营活动产生现金流量</b>	37,137.6	25,404.2	41,442.1	22,770.5	56,901.4	PEG	0.7	0.6	0.5	0.4	0.4
<b>投资活动产生现金流量</b>	-26,272.6	-36,687.7	-2,056.9	-619.1	-190.4	ROIC/WACC	1.5	1.7	2.1	2.4	2.5
<b>融资活动产生现金流量</b>	-2,111.3	23,775.3	-31,480.2	-7,859.3	-41,098.7	REP	0.8	0.6	0.4	0.3	0.2

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测



## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

王鑫、苏多永声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。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, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
北京联系人	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034