



601186.SH

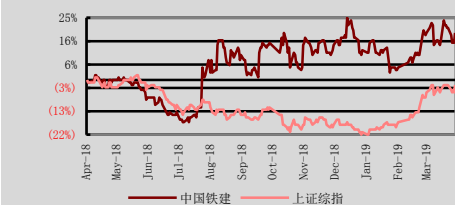
增持

原评级: 增持

市场价格: 人民币 11.51

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	7.5	1.0	5.9	22.3
相对上证指数	(17.9)	(4.1)	(18.0)	23.4

发行股数(百万)	13,580
流通股(%)	85
总市值(人民币 百万)	156,301
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,129
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
中国铁道建筑有限公司	51

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银国际证券
以2019年3月29日收市价为标准

相关研究报告

《中国铁建 (601186.SH): 毛利率保持平稳, 将受益下半年铁路投资加速》 20140901
《中国铁建 (601186.SH): 新签 131 亿美元铁路项目框架合同, 加速海外业务布局》 20140507

《中国铁建 (601186.SH): 一季报点评》 20140430

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑装饰: 基础建设

田世欣

(8621)20328519

shixin.tian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512080002

*余斯杰为本报告重要贡献者

中国铁建

营收订单有望提速, 业绩增长确定性高

公司发布 2018 年年报, 全年营收 7,301.23 亿元, 同增 7.22%; 归母净利润 179.35 亿元, 同增 11.70%; EPS 1.32 元, 同增 11.86%。基建补短板稳步推进, 公司营收与订单提速初显。

支撑评级的要点

- 四季度营收小幅提升, 负债率稳步下降: 公司销售增速稳中略降, 利润增速却有难得的提升, 一方面系成本与费用管控均有成效, 另一方面是 2018 年 5.30 亿资产处置收益。公司四季度营收 2,402.52 亿元, 同增 8.91%; 利润 56.84 亿元, 同增 1.93%。营收提速或为基建补短板效果显现, 利润小幅下滑为营业外支出较多所致。公司负债率 77.41%, 预计 2020 年将达到 75%, 公司未来两年或将适当增加股权融资实现负债率下降。
- Q4 订单提速初现, 订单结构有所改善: 公司新签订单 15,844.72 亿元, 同增 5.05%, 其中 Q4 新签 6,928.15 亿元, 订单提速初现。按照 Q3 在手订单 26,817.25 亿算, 订单收入比 3.94 已达到历史高点。铁路、公路、轨交订单有所减少; 房建、水利等订单增速较高。公司大力发展地产, 海外业务, 高毛利率订单的增长有利于订单结构的改善与毛利率提升。
- 基建补短板催化下业绩提升确定性高: 2019 年社融数据显著回暖, 基建补短板稳步推进, 政府工作报告提出 2019 年计划完成铁路投资 8,000 亿元。全年基建投资回暖确定性大, 公司将率先受益。基建提速带来营收增长; 订单改善带来利润率提升, 公司 2019 年业绩提升确定性高。当前公司估值仅为 8 倍。与历史水平或同业相比均较低, 股价提升预期较强。

估值

- 基建补短板稳步推进, 各项业务预期确定性较高, 预计 2019-2021 年, 公司营收分别为 7,938.65、8,486.14、8,988.86 亿元; 归母净利润分别为 218.53、239.49、259.72 亿元; EPS 为 1.61、1.76、1.91, 维持公司 **增持** 评级。

评级面临的主要风险

- 基建补短板推进不及预期, 贸易战影响海外业务推进。

投资摘要

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	680,981	730,123	793,865	848,614	898,886
变动(%)	8	7	9	7	6
净利润(人民币 百万)	16,057	17,935	21,853	23,949	25,972
全面摊薄每股收益(人民币)	1.182	1.321	1.609	1.764	1.913
变动(%)	14.8	11.7	21.8	9.6	8.4
市场预期每股收益(人民币)			1.610	1.790	
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.626	1.775	
调整幅度(%)			(1.0)	(0.6)	
全面摊薄市盈率(倍)	9.7	8.7	7.2	6.5	6.0
价格/每股现金流量(倍)	(12.5)	13.5	3.5	3.4	3.2
每股现金流量(人民币)	(0.92)	0.85	3.33	3.39	3.58
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.4	3.7	3.7	3.5	3.3
每股股息(人民币)	0.18	0.21	0.24	0.26	0.29
股息率(%)	1.6	1.8	2.1	2.3	2.5

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

图表. 2018 全年业绩摘要表

(人民币, 百万)	2017	2018	同比增长(%)
营业收入	680,981.13	730,123.05	7.22
营业税及附加	4,950.48	4,805.88	(2.92)
净营业收入	676,030.64	725,317.17	7.29
营业成本	618,059.39	658,711.27	6.58
销售费用	4,530.90	4,431.33	(2.20)
管理费用	26,057.97	17,235.63	(33.86)
财务费用	2,875.91	5,537.72	92.56
资产减值损失	4,469.50	4,472.40	0.06
营业利润	20,909.80	25,321.77	21.10
营业外收入	1,090.27	1,097.00	0.62
营业外支出	744.31	1,313.50	76.47
利润总额	21,255.76	25,105.26	18.11
所得税	4,336.57	5,266.85	21.45
少数股东损益	861.96	1,903.13	120.79
归属母公司股东净利润	16,057.24	17,935.28	11.70
扣除非经常性损益的净利润	14,770.95	16,695.42	13.03
每股收益(元)	1.18	1.32	11.86
扣非后每股收益(元)	1.09	1.23	12.84
毛利率(%)	9.24	9.78	增加 0.54 个百分点
净利率(%)	2.48	2.72	增加 0.23 个百分点
销售费用率(%)	0.67	0.61	减少 0.06 个百分点
管理费用率(%)	3.83	2.36	减少 1.47 个百分点
财务费用率(%)	0.42	0.76	增加 0.34 个百分点

资料来源: 万得, 中银国际证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	680,981	730,123	793,865	848,614	898,886
销售成本	618,059	658,711	720,742	770,615	816,384
经营费用	35,539	26,473	34,930	37,339	39,551
息税折旧前利润	35,689	42,560	42,770	45,161	47,299
折旧及摊销	12,420	13,820	6,591	6,753	6,802
经营利润(息税前利润)	23,270	28,740	36,178	38,408	40,497
净利息收入/(费用)	(2,876)	(5,538)	(7,939)	(7,487)	(6,993)
其他收益/(损失)	1,051	958	1,888	1,888	1,888
税前利润	20,394	23,202	28,239	30,921	33,504
所得税	4,337	5,267	6,386	6,972	7,533
少数股东权益	862	1,903	2,169	2,277	2,367
净利润	16,057	17,935	21,853	23,949	25,972
核心净利润	15,006	16,977	19,966	22,062	24,084
每股收益(人民币)	1.182	1.321	1.609	1.764	1.913
核心每股收益(人民币)	1.105	1.250	1.470	1.625	1.774
每股股息(人民币)	0.180	0.210	0.240	0.260	0.290
收入增长(%)	8	7	9	7	6
息税前利润增长(%)	7	24	26	6	5
息税折旧前利润增长(%)	5	19	0	6	5
每股收益增长(%)	15	12	22	10	8
核心每股收益增长(%)	16	13	18	10	9

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	20,394	23,202	28,239	30,921	33,504
折旧与摊销	12,420	13,820	6,591	6,753	6,802
净利息费用	2,876	5,538	7,939	7,487	6,993
运营资本变动	(23,728)	(40,991)	(3,465)	(1,909)	(2,283)
税金	24,904	25,056	12,113	12,820	13,550
其他经营现金流	(60,508)	(103,159)	(17,155)	(18,291)	(19,495)
经营活动产生的现金流	23,814	5,448	41,192	41,599	43,637
购买固定资产净值	28,835	30,504	46	14	4
投资减少/增加	5,943	17,407	(1,788)	(1,788)	(1,788)
其他投资现金流	(1,502)	54,061	2,245	2,697	3,192
投资活动产生的现金流	(36,280)	6,149	3,987	4,471	4,975
净增权益	16,820	14,946	0	0	0
净增债务	19,820	38,373	0	0	0
支付股息	2,444	2,852	3,259	3,531	3,938
其他融资现金流	(10,420)	(6,555)	(9,935)	(9,967)	(9,977)
融资活动产生的现金流	23,775	43,912	(13,195)	(13,498)	(13,915)
现金变动	10,677	1,505	31,938	32,558	34,693
期初现金	128,702	141,206	130,620	162,589	195,147
公司自由现金流	(12,465)	11,597	45,179	46,070	48,612
权益自由现金流	(3,065)	43,415	35,243	36,103	38,636

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	141,206	130,620	162,589	195,147	229,840
应收帐款	208,808	172,637	187,454	199,985	211,352
库存	266,604	159,891	173,030	184,137	194,209
其他流动资产	33,118	36,280	50,009	50,009	50,009
流动资产总计	652,898	513,158	573,082	629,278	685,412
固定资产	45,982	50,301	48,530	44,416	39,590
无形资产	40,156	50,667	48,978	47,289	45,600
其他长期资产	82,852	157,278	154,192	153,257	152,974
长期资产总计	168,989	258,245	251,700	244,962	238,164
总资产	821,887	771,403	824,782	874,240	923,576
应付帐款	323,492	334,707	366,178	391,456	414,654
短期债务	29,499	61,781	61,781	61,781	61,781
其他流动负债	190,664	56,148	56,098	56,367	56,892
流动负债总计	543,655	452,637	484,057	509,604	533,328
长期借款	58,827	69,840	69,840	69,840	69,840
其他长期负债	40,757	41,591	42,786	44,001	45,213
股本	13,580	13,580	13,580	13,580	13,580
储备	165,069	193,755	214,519	237,215	261,615
股东权益	178,649	207,335	228,098	250,794	275,195
少数股东权益	29,237	37,445	39,614	41,892	44,258
总负债及权益	821,887	771,403	824,782	874,240	923,576
每股帐面价值(人民币)	11.00	12.51	13.88	15.38	17.01
每股有形资产(人民币)	57.29	52.70	56.75	60.52	64.28
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.89)	3.14	0.87	(1.44)	(3.90)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	5.2	5.8	5.4	5.3	5.3
息税前利润率(%)	3.4	3.9	4.6	4.5	4.5
税前利润率(%)	3.0	3.2	3.6	3.6	3.7
净利率(%)	2.5	2.7	3.0	3.1	3.2
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.1	1.2	1.2	1.3
利息覆盖率(倍)	12.4	7.7	5.4	6.0	6.8
净权益负债率(%)	净现金	20.5	5.2	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9
估值					
市盈率(倍)	9.7	8.7	7.2	6.5	6.0
核心业务市盈率(倍)	10.4	9.2	7.8	7.1	6.5
市净率(倍)	1.0	0.9	0.8	0.7	0.7
价格/现金流(倍)	(12.5)	13.5	3.5	3.4	3.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.4	3.7	3.7	3.5	3.3
周转率					
存货周转天数	142.9	79.9	79.6	79.2	78.9
应收帐款周转天数	111.9	86.3	86.2	86.0	85.8
应付帐款周转天数	191.0	185.5	185.4	185.4	185.4
回报率					
股息支付率(%)	15.2	15.9	14.9	14.7	15.2
净资产收益率(%)	9.5	9.6	10.5	10.5	10.3
资产收益率(%)	2.1	2.6	2.9	3.0	3.1
已运用资本收益率(%)	6.0	5.8	7.0	7.0	6.9

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371