

中国铁建 (601186)

公司研究/深度报告

基建头部企业，铁路发力叠加产业协同助推估值上修

—中国铁建首次覆盖报告

公司调研报告/建筑

2019 年 04 月 08 日

报告摘要：

● 公司是基建领域领军企业，多年来经营稳健

公司前身是铁道兵，ENR 排名中稳居“全球最大 250 家承包商”三甲名列，核心经营板块包括铁路、公路、桥梁、隧道、城轨等基建板块，且占据行业领先地位，尤其是铁路板块，与中铁两巨头占据市场 90% 左右的份额。

公司业务覆盖广，遍及包括台湾在内的全国 32 个省、自治区、直辖市和特别行政区，以及全球 121 个国家。近年来公司大陆内业务多年稳步增长，18 年海外业务略有承压，主要受市场因素影响，但一带一路峰会即将来临，19 年海外板块或将持续发力，项目落地和周转有望加速。

● 19 年铁路投产将创十三五新高，领军企业最受益

铁路建设行业已成寡头垄断格局，多年来两铁占据绝对优势。我们结合了十三五里程规划、每年投产里程、铁路订单情况进行整理分析，发现国内铁路依据五年规划形成周期性特征，投产里程通常会在每隔三到五年出现高峰点，且基本都在每轮规划的后两年，同时滞后于拿单数据，因此我们认为 19 年有望成为铁路拿单及投产的高峰之年，公司作为铁路领域巨头受益确定性较高。

● 工业制造板块技术领先，产业链协同优势显著

公司在基建板块行业领先的基础之上发展工业制造板块，且技术水平同样处于领先地位，实现全产业链布局，经营协同优势显著。其大型养路机械全国市占率达 80%，隧道掘进机国内市占比半数左右，特别是 TBM 市占率高达 85%，为其基建领域业务扩张形成进一步助力。

● 投资建议

从近三年历史估值来看，PE 最高值/中位值/最低值分别为 13.90/10.13/6.73，当前动态估值为 9.22，仍然低于历史估值中枢。公司当前动态估值为 9.22 倍，行业可比公司估值中枢为 11.24 倍，相比之下公司估值仍然有溢价空间。我们预计公司 19-21 年归母净利润分别为 7888.17, 8541.14, 9265.11 亿元，每股收益分别对 1.15, 1.67, 1.84 元，以现价计算对应 PE 分别为 8.09, 7.30, 6.62。当前估值与历史数据相比处于低位，且同行业相比依然较低，给予首次“推荐”评级。

● 风险提示

基建投资不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	730,123	788,817	854,114	926,511
增长率（%）	7.2%	8.0%	8.3%	8.5%
归属母公司股东净利润（百万元）	17,935	20,447	22,644	24,968
增长率（%）	11.7%	14.0%	10.7%	10.3%
每股收益（元）	1.32	1.51	1.67	1.84
PE（现价）	8.2	8.1	7.3	6.6
PB	0.9	0.8	0.7	0.7

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

首次评级

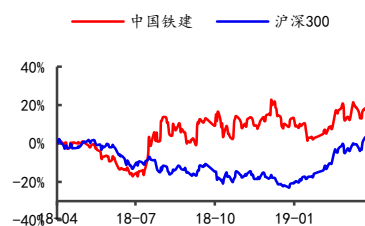
当前价格： 12.18 元

交易数据

2019-4-4

近 12 个月最高/最低(元)	12.18/8.16
总股本（百万股）	13,580
流通股本（百万股）	11,503
流通股比例（%）	84.71
总市值（亿元）	1,654
流通市值（亿元）	1,401

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：陶贻功

执业证号： S0100513070009
 电话： 010-85127892
 邮箱： taoyigong@mszq.com

研究助理：王介超

执业证号： S0100117060026
 电话： 010-85127433
 邮箱： wangjiechao@mszq.com

研究助理：任菲菲

执业证号： S0100117120034
 电话： 021-58768652
 邮箱： renfeifei@mszq.com

相关研究

目录

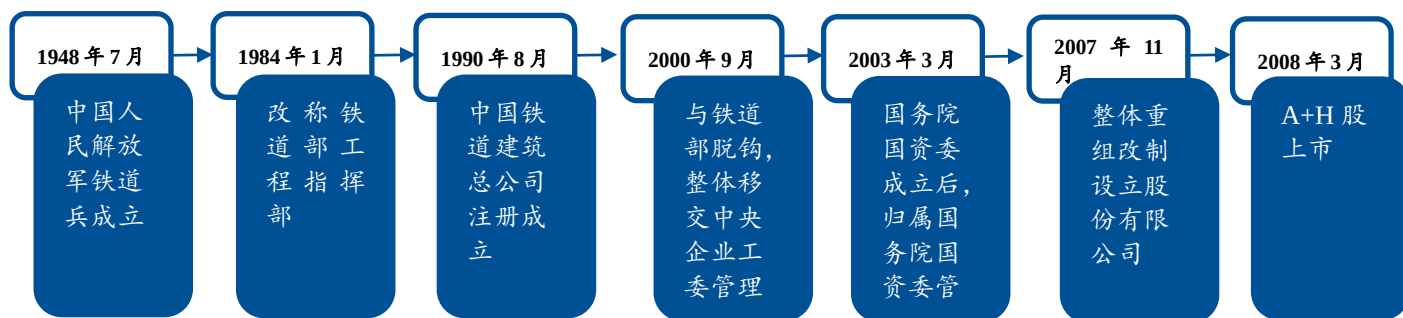
一、基建领域头部企业，行业地位稳固.....	3
（一）公司是铁道兵转型的建筑央企，连续入选 ENR 250 强	3
（二）公司是基建板块领军企业，业务布局海内外 120 多个国家	3
二、19 年计划投产里程创十三五新高，铁路领军企业最受益.....	4
三、工业制造技术领先，产业链协同优势显著.....	5
四、财务预测及投资建议	6
（一）财务分析.....	6
（二）估值分析.....	7
插图目录	10
表格目录	10

一、基建领域头部企业，行业地位稳固

(一) 公司是铁道兵转型的建筑央企，连续入选 ENR 250 强

公司前身是铁道兵，于 2007 年正式转型成立，由中国铁道建筑有限公司独家发起设立，是国资委背景的建筑企业，后于 2008 年在上海和香港上市。公司在同行业中地位稳固，连续入选美国《工程新闻记录》(ENR) 杂志“全球 250 家最大承包商”，2018 年排名第 3 位；连续入选《财富》杂志“世界 500 强”，2018 年排名第 58 位；连续入选“中国企业 500 强”，2018 年排名第 14 位。

图 1：中国铁建发展历程



资料来源：公司官网，民生证券研究院

(二) 公司是基建板块领军企业，业务布局海内外 120 多个国家

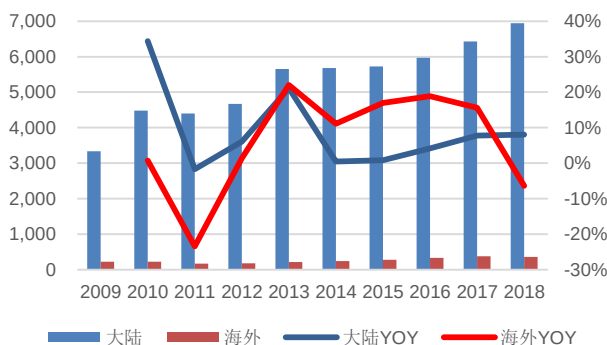
公司主营以工程承包、勘察设计咨询、地产开发等为主，并覆盖工业制造、物流及物流贸易、投融资等，具备较为完善的行业产业链业务。从行业领域来看，公司主业涉及铁路、公路、桥梁、隧道、城轨等核心基建板块，且占据行业领先地位，尤其是铁路板块，与中铁两巨头占据市场 90% 左右的份额。

图 2：中国铁建主业图解（覆盖全产业链）

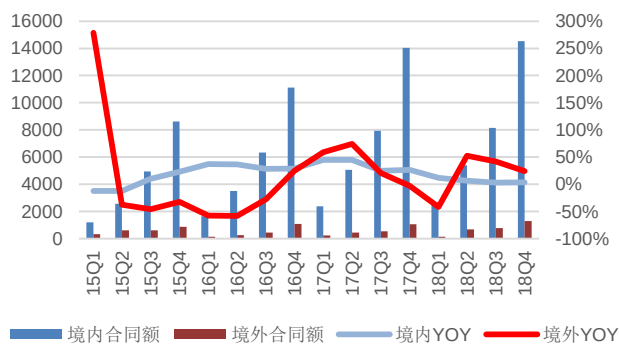


资料来源：公司官网，民生证券研究院

从业务覆盖区域来看，公司覆盖范围广，遍及包括台湾在内的全国 32 个省、自治区、直辖市和特别行政区，以及全球 121 个国家。大陆内业务多年稳步增长，18 年海外业务略有承压，主要受市场因素影响，但一带一路峰会即将来临，19 年海外板块或将持续发力，项目落地和周转有望加速。

图 3：公司大陆和海外营收情况


资料来源：wind，民生证券研究所

图 4：海内外订单情况


资料来源：wind，民生证券研究所

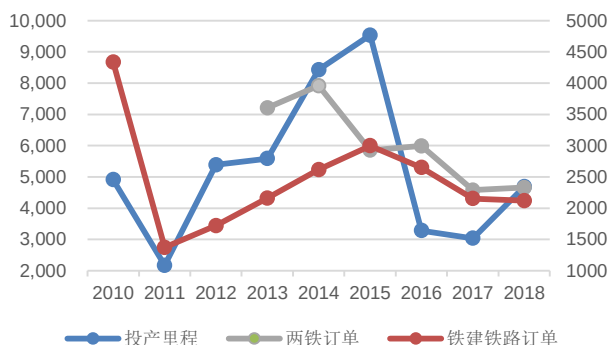
二、19 年计划投产里程创十三五新高，铁路领军企业最受益

铁路建设行业已成寡头垄断格局，多年来两铁占据绝对优势。近几年年均铁路投资稳定在 8000 亿左右，假设平均每年项目建设资金比例在 65%-75%之间，且项目稳步释放，则平均每年释放的项目金额约 5200-6000 左右，则两铁近三年年均铁路订单量占比约 84.61%-97.63%。

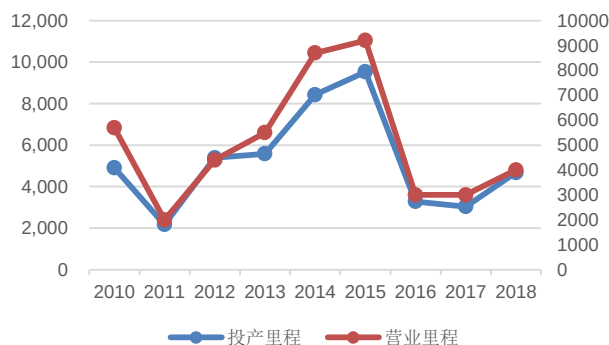
结合十三五里程规划、每年投产里程、铁路订单情况，我们认为 19 年有望成为铁路拿单及投产的高峰之年，公司受益确定性较高：

- 1) 我们将投产里程和铁路订单趋势进行对比，13 年起投产里程增减趋势滞后于两铁订单约一年左右；
- 2) 营业里程和投产里程趋势基本一致，相关系数高达 0.98，基于我国五年规划的周期性判断，投产里程通常会在每隔三到五年出现高峰点，且基本都在每轮规划的后两年；
- 3) 铁路市场寡头垄断局面之下，两铁的铁路订单趋势共振可能性较高，公司订单有望攀升本轮高峰。

图 5：投产里程和铁建新签铁路订单趋势对比
图 6：投产里程与营业里程一致性较高

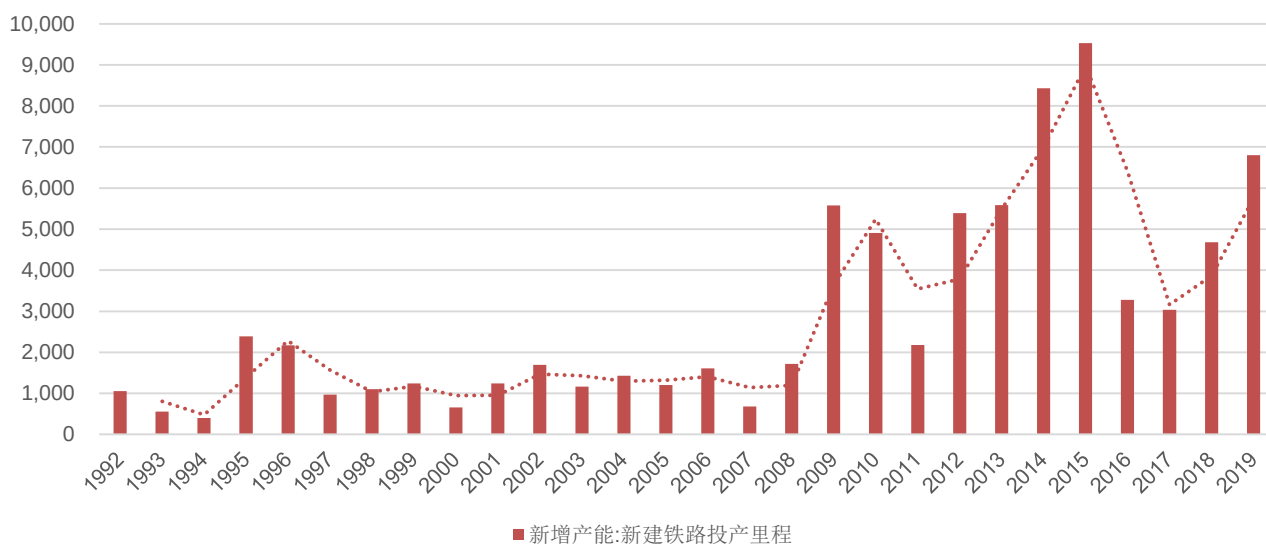


资料来源: wind, 民生证券研究所



资料来源: wind, 民生证券研究所

图 7: 从铁路投产里程来看每轮周期大概三到五年



资料来源: wind, 民生证券研究院

三、工业制造技术领先，产业链协同优势显著

公司的工业制造板块主要分为三大体系: 装备制造、材料生产、混凝土 PC 构件/钢结构, 主要包括制造大型养路机械、地下施工设备、轨道施工设备、混凝土施工设备、起重设备、桥梁施工设备、压实设备、混凝土制品、桥梁钢结构、道岔及弹条扣件及铁路电气化接触网导线和零部件等。公司工业制造板块与基建施工板块协同发展, 实现全产业链布局, 经营协同优势显著。

图 8: 公司工业制造板块八大核心产品



大型养路机械

钢轨铣磨车、道岔打磨车、检修作业车、物料运输车等



掘进机械

岩石隧道掘进机 (TBM)、矿用隧道掘进机等



轨道设备

高速道岔、弹条扣件、铺轨机等



特种施工设备

链刀式地下连续墙设备、拱架式预切槽机等



桥梁施工设备

过隧架桥机、轻轨架桥机、下行式移动模架造桥机等



起重设备

起重机、提梁机等



钢结构

H型钢柱、格构式钢柱、钢管/格构硬横跨梁等



铁路电气化施工

城轨地铁接触网零部件、电气化铁道用接触线、承力索

资料来源：公司官网，民生证券研究院

表 1：主要产品优势

主要产品	优势
大型养路机械	国内市场占有率 80%以上
掘进机	产能 200 台，国内市场占据半壁江山（其中 TBM 市占率达 85%以上）
高铁道岔	市占率三分之一
高铁电气化产品及配件	具有自主知识产权

资料来源：公司公告，民生证券研究所

四、财务预测及投资建议

（一）财务分析

公司 18 年营收 7301 亿，同比增长 7.22%，归母净利润 179 亿，同比增长 11.7%，与 17 年相比增速略有下降，主要是受市场环境影响，公司业绩水平处于稳步增长阶段。

图 9：公司营收稳增

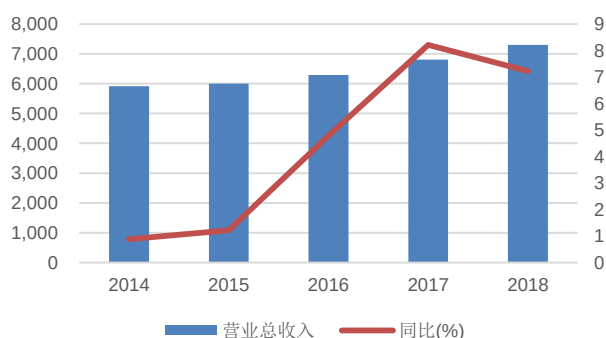
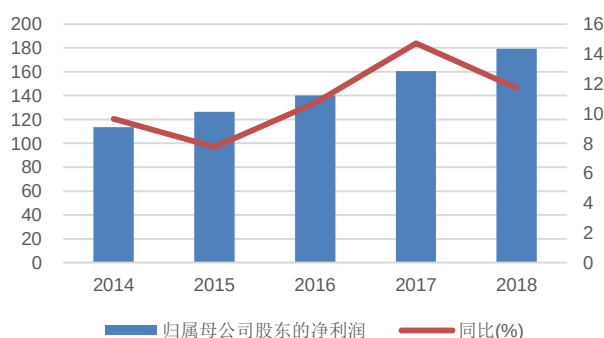


图 10：公司归母净利润稳增

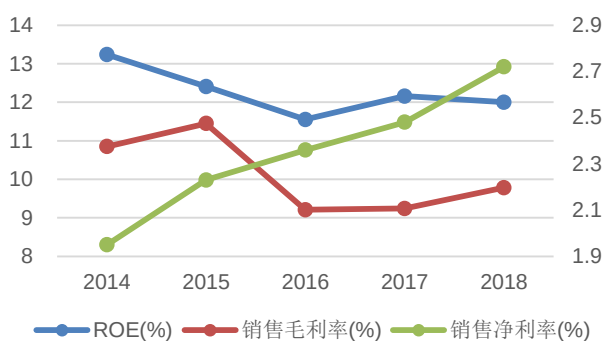


资料来源：wind，民生证券研究所

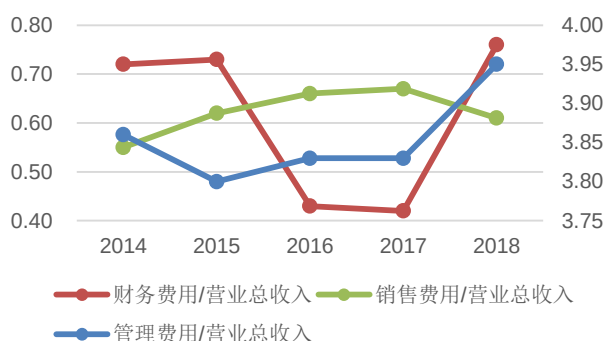
资料来源：wind，民生证券研究所

18 年公司盈利能力稳步提升，毛利率和净利润分别提升 0.54 和 0.24 个百分点至 9.78% 和 2.72%，ROE 减少 0.16 个百分点，与行业相比已呈现出较为稳定的水平（基建行业同期下降 0.94 个百分点）。

公司整体期间费用率上涨 0.4 个百分点，主要是由于 18 年信用环境较紧，财务费用明显增加，财务费用率上涨 0.34，相对较多。

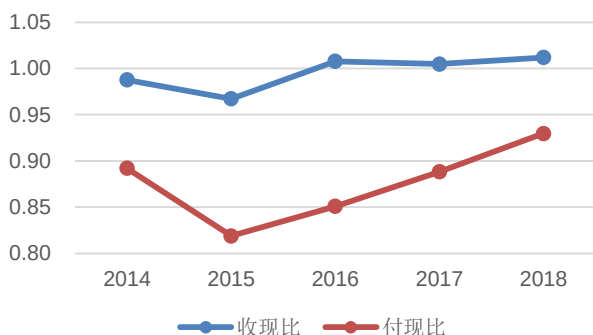
图 11：公司盈利能力稳中有进


资料来源：wind，民生证券研究所

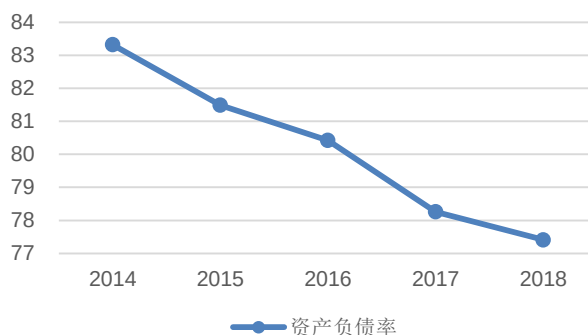
图 12：18 年费用率有所上升


资料来源：wind，民生证券研究所

18 年公司收付现比均有上升，但收现比提升较慢，或与 18 年政府清查隐性债务有关，相比之下付现比上升 0.04，或与 18 年央企国企清偿民企欠款有关。同时，公司资产负债率控制得当，近年来持续降低，18 年降低 0.85 个百分点到 77.41，“降杠杆”成效显著。

图 13：18 年收付现比均有上升


资料来源：wind，民生证券研究所

图 14：资产负债率控制得当


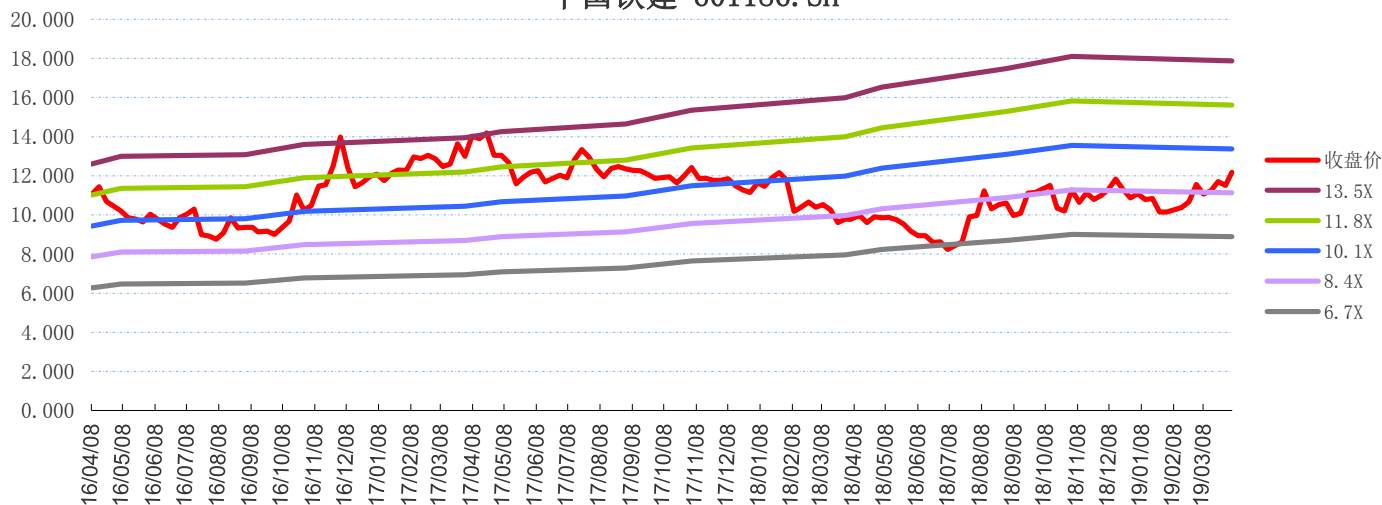
资料来源：wind，民生证券研究所

（二）估值分析

从近三年历史估值来看，PE 最高值/中位值/最低值分别为 13.90/10.13/6.73，当前动态估值为 9.22，仍然低于历史估值中枢。

图 15：PE Band

中国铁建 601186.SH



资料来源: wind, 民生证券研究院

公司当前动态估值为 9.22 倍, 行业可比公司估值中枢为 11.24 倍, 相比之下公司估值仍然有溢价空间。

表 2: 公司估值仍有溢价空间

代码	简称	PE			PB(MRQ)
		TTM	19E	20E	
	最高值	12.71	10.65	9.64	1.33
	最低值	7.66	6.88	6.16	1.07
	中位值	11.24	8.52	7.48	1.19
	平均值	10.70	8.88	7.89	1.19
601800.SH	中国交建	11.24	9.63	8.7	1.28
601390.SH	中国中铁	9.95	8.43	7.48	1.07
601186.SH	中国铁建	9.22	7.76	6.97	1.11
601669.SH	中国电建	11.94	10.26	9.16	1.19
600068.SH	葛洲坝	7.66	6.88	6.16	1.33
600820.SH	隧道股份	12.71	10.65	9.64	1.23
600039.SH	四川路桥	12.17	8.52	7.11	1.09

资料来源: wind, 民生证券研究所

我们预计公司 19-21 年归母净利润分别为 7888.17, 8541.14, 9265.11 亿元, 每股收益分别对 1.15, 1.67, 1.84 元, 以现价计算对应 PE 分别为 8.09, 7.30, 6.62。当前估值与历史数据相比处于低位, 且同行业相比依然较低, 给予首次“推荐”评级。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019	2020	2021
营业总收入	730,123	788,817	854,114	926,511
营业成本	658,711	714,400	773,206	838,718
营业税金及附加	4,806	5,192	5,622	6,099
销售费用	4,431	5,091	5,460	5,842
管理费用	17,236	23,665	22,207	24,089
EBIT	33,367	32,288	35,807	39,394
财务费用	5,538	6,121	6,585	6,894
资产减值损失	180	2	5	10
投资收益	1,401	1,000	1,000	1,000
营业利润	25,322	27,915	30,967	34,240
营业外收支	-217	-150	-100	50
利润总额	25,105	27,765	30,867	34,290
所得税	5,267	5,825	6,476	7,194
净利润	19,838	21,940	24,392	27,096
归属于母公司净利润	17,935	20,447	22,644	24,968
EBITDA	47,187	34,888	38,657	42,594

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020	2021
货币资金	143802	11080	(10729)	(4774)
应收账款及票据	109163	132324	159871	165173
预付款项	18592	19289	21650	22645
存货	159891	234871	260560	287232
其他流动资产	218830	245047	272442	304675
流动资产合计	650277	642610	703793	774952
长期股权投资	28979	33979	38979	43979
固定资产	50301	72801	72101	72101
无形资产	50667	51567	51917	52217
非流动资产合计	267393	301791	312486	323776
资产合计	917671	944401	1016279	1098728
短期借款	61781	61781	61781	61781
应付账款及票据	334707	356130	385731	418310
其他流动负债	200854	221165	239051	261824
流动负债合计	597342	639076	686563	741915
长期借款	69840	69840	69840	69840
其他长期负债	43153	5695	5695	5695
非流动负债合计	112993	75535	75535	75535
负债合计	710336	714611	762098	817450
股本	13580	13580	13580	13580
少数股东权益	37445	38938	40686	42814
股东权益合计	207335	229790	254181	281278
负债和股东权益合计	917671	944401	1016279	1098728

主要财务指标	2018	2019	2020	2021
成长能力				
营业收入增长率	7.2%	8.0%	8.3%	8.5%
EBIT 增长率	21.9%	-3.2%	10.9%	10.0%
净利润增长率	11.7%	14.0%	10.7%	10.3%
盈利能力				
毛利率	9.8%	9.4%	9.5%	9.5%
净利率	2.7%	2.8%	2.9%	2.9%
总资产收益率 ROA	2.0%	2.2%	2.2%	2.3%
净资产收益率 ROE	10.6%	10.7%	10.6%	10.5%
偿债能力				
流动比率	1.09	1.01	1.03	1.04
速动比率	0.79	0.61	0.61	0.63
现金比率	0.24	0.02	-0.02	-0.01
资产负债率	77.4%	75.7%	75.0%	74.4%
经营效率				
应收账款周转天数	65.66	61.23	68.32	65.07
存货周转天数	118.16	120.00	123.00	125.00
总资产周转率	0.84	0.85	0.87	0.88
每股指标 (元)				
每股收益	1.32	1.51	1.67	1.84
每股净资产	12.51	14.05	15.72	17.56
每股经营现金流	0.40	-4.09	-0.38	1.73
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	8.23	7.74	6.99	6.34
PB	0.87	0.83	0.74	0.66
EV/EBITDA	4.08	8.55	8.28	7.38
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020	2021
净利润	19,838	21,940	24,392	27,096
折旧和摊销	13,820	2,600	2,850	3,200
营运资金变动	-30,959	-83,320	-35,505	-9,851
经营活动现金流	5,448	-55,588	-5,118	23,446
资本开支	-30,504	-26,550	-3,050	-3,850
投资	-17,582	-10,500	-10,500	-10,500
投资活动现金流	-49,244	-35,550	-12,050	-12,850
股权募资	14,946	0	0	0
债务募资	36,173	0	0	0
筹资活动现金流	43,912	-41,584	-4,640	-4,640
现金净流量	116	-132,722	-21,809	5,955

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1: 中国铁建发展历程	3
图 2: 中国铁建主业图解 (覆盖全产业链)	3
图 3: 公司大陆和海外营收情况	4
图 4: 海内外订单情况	4
图 5: 投产里程和铁建新签铁路订单趋势对比	4
图 6: 投产里程与营业里程一致性较高	4
图 7: 从铁路投产里程来看每周周期大概三到五年	5
图 8: 公司工业制造板块八大核心产品	5
图 9: 公司营收稳增	6
图 10: 公司归母净利润稳增	6
图 11: 公司盈利能力稳中有进	7
图 12: 18 年费用率有所上升	7
图 13: 18 年收付现比均有上升	7
图 14: 资产负债率控制得当	7
图 15: PE Band	7

表格目录

表 1: 主要产品优势	6
表 2: 公司估值仍有溢价空间	8

分析师与研究助理简介

陶贻功，毕业于中国矿业大学（北京），本科专业化学工程与工艺，研究生专业矿物加工工程（煤化工）。2011年7月加入民生证券至今。一直从事煤炭、电力、燃气、环保等大能源方向的行业研究。2012年“新财富最佳分析师”入围、2012年“第六届水晶球奖”（非公募类）第二名、2012年“金牛分析师”入围奖核心成员。2015年“天眼”采掘行业最佳选股分析师第二名；2016年“慧眼”环保行业第二名。

王介超，咨询师（投资），高级工程师，一级建造师。冶金及建筑行业工作近8年，主编钢铁行业国标GB/T 18916.31，拥有多项专利（发明专利1项），先后担任技术负责人，主任，项目经理，并参与执行海外“一带一路”工程项目，有较为丰富的钢铁行业经验以及国内外项目管理经验。2017年5月加入民生证券从事钢铁、建筑、煤炭方向的研究工作。

任菲菲，南安普顿大学硕士，风险与金融专业，2017年加入民生证券，从事建筑方向研究工作。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。