

证券研究报告—动态报告/公司快评
建筑装饰
建筑施工
中国铁建 (601186)
买入

合理估值: 12.72-14.31 元 昨收盘: 10.00 元

(维持评级)

2019年07月22日

新签订单提速，估值吸引力突出

证券分析师: 周松

021-60875163

zhousong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518030001

联系人: 江剑

021-60933161

jiangjian@guosen.com.cn

事项:

公司近期公告了 2019 年第二季度主要经营数据。二季度公司新签订单 4212.988 亿元，上半年累计新签订单 7186.973 亿元，同比增长 18.01%；主营业务工程承包新签订单 6118.924 亿元，同比增长 23.14%；房地产签约销售面积 283.31 亿元，同比增长 2.28%，新增土地储备（权益规划总建筑面积）350.84 亿元，同比增长 62.02%。

国信观点:

■ 新签订单提速，在手订单有望再创历史新高

2018 年公司新签订单 15844.722 亿元，同比增长 5.05%；2019 年上半年新签订单 7186.97 亿元，同比增长 18.01%，增速比 2018 年提升 12.96pct。公司订单的增长受益于 2018 年下半年以来基建补短板的持续加码、上万亿重大项目获得发改委批复，其中铁路订单增长 18.58%，房建、市政、轨交等其他订单增长 33.06%。近三年公司新签订单 CAGR 达到 19%，我们预计截至 2019 年上半年公司在手未完成合同额超过 3 万亿，订单保障比近 3.9 倍，创下历史新高，充足的在手订单成为公司业绩的重要保障。

■ 业绩稳健向好，2019 年业绩确定性强

上市至今公司的业绩保持稳健增长，2018 年公司实现营业收入 7301.23 亿，同比增长 7.22%；实现归母净利润 179.35 亿，同比增长 11.70%。2019Q1，公司实现营业收入 1570.89 亿元，同比增长 19.32%；实现归母净利润为 38.86 亿元，同比增长 13.56%，业绩增长有所提速。2019 年中央及各级政府的工作报告均将基建补短板列为重点任务，铁路、公路、轨道交通等交通投资依然是重点，上半年铁路运输业和道路运输业投资分别同比增长 14.1%和 8.1%，维持较好趋势。中国铁建等龙头公司受益于行业集中度提升，过去几年订单持续高增长，但在去杠杆影响下订单落地较慢，下半年随着政策逐步强化、川藏铁路等重大项目订单有望加速落地，业绩确定性较强。

■ 估值跌破净值，处在历史低位，安全边际高

纵向来看，公司自 2008 年上市以来市盈率 (TTM) 最高曾达到近 40 倍，当前的估值仅为 7.3 倍，处在历史绝对低位。横向来看，公司的估值在建筑央企中较低，其中 PE 估值排在央企倒数第 3，PB 估值为 0.88 倍，今年来持续破净，排在央企倒数第 1。公司当前的低估值状态提供了较高的安全边际，未来估值有望修复。

■ 投资建议

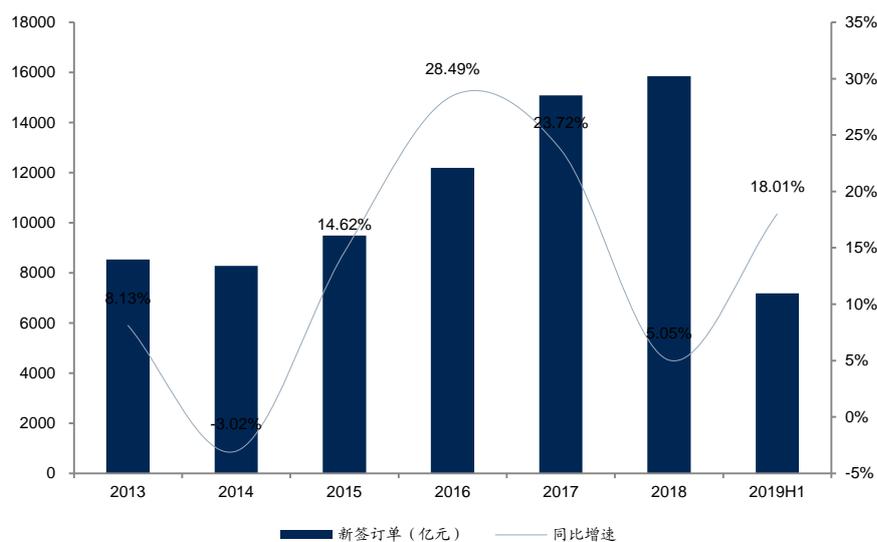
公司新签订单提速，在手订单创历史新高。下半年基建托底预期增强，公司订单落地速度加快，业绩确定性强。当前估值跌破净值处于历史低位，安全边际高。预计公司 19/20/21 年 EPS 为 1.59/1.82/2.09 元，对应 PE 为 6.3/5.5/4.8 倍，采用相对估值法给与 2019 年 PE 合理估值为 8-9 倍，对应合理估值为 12.72-14.31 元，维持“买入”评级。

评论:

■ 新签订单提速，在手订单有望再创历史新高

2018 年公司新签订单 15844.722 亿元,同比增长 5.05%;2019 年上半年新签订单 7186.97 亿元,同比增长 18.01%,增速比 2018 年提升 12.96pct。公司订单的增长受益于 2018 年下半年以来基建补短板的持续加码、上万亿重大项目获得发改委批复,其中铁路订单增长 18.58%,房建、市政、轨交等其他订单增长 33.06%。

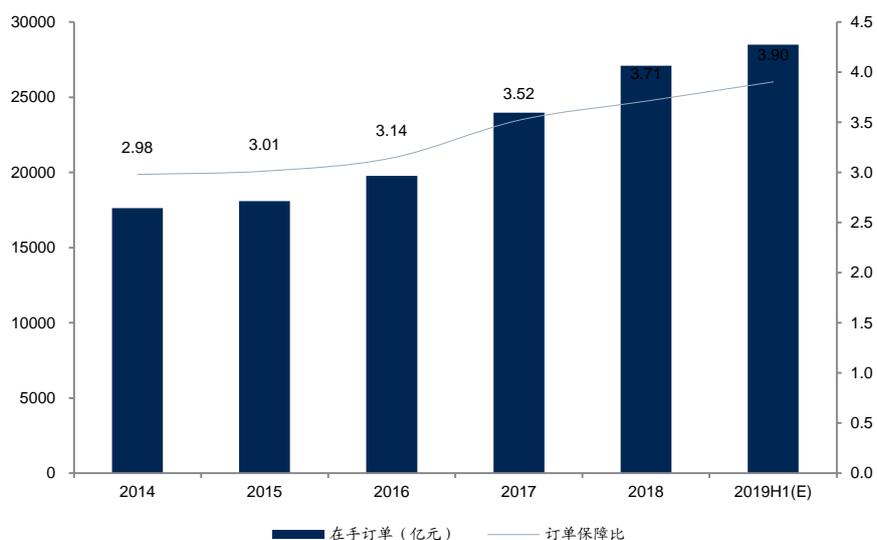
图 1: 公司 2019 年上半年新签订单同比增长 18.01%



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

近三年公司新签订单 CAGR 达到 19%,我们预计截至 2019 年上半年公司在手未完成合同额超过 3 万亿,订单保障比近 3.9 倍,创下历史新高,充足的在手订单成为公司业绩的重要保障。

图 2: 公司在手订单创下历史新高

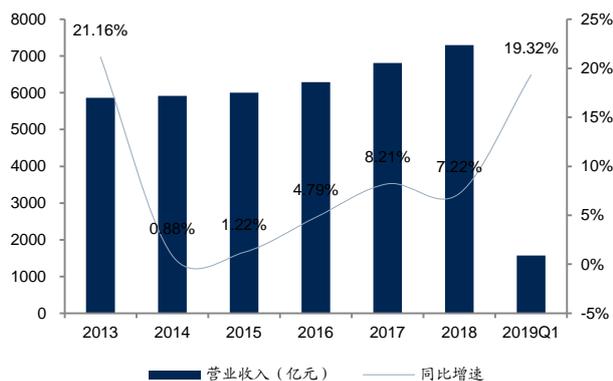


资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

■ 业绩稳健向好，2019 年业绩确定性高

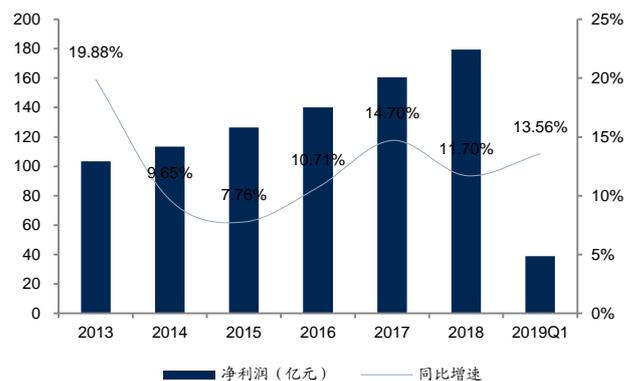
上市至今公司的业绩保持稳健增长，2018 年公司实现营业收入 7301.23 亿，同比增长 7.22%；实现归属于上市公司股东的净利润 179.35 亿，同比增长 11.70%。2019Q1，公司实现营业收入 1570.89 亿元，同比增长 19.32%；实现归属于上市公司股东的净利润为 38.86 亿元，同比增长 13.56%，业绩增长有所提速。

图 3：公司 2019 年 Q1 营收增长提速



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理及预测

图 4：公司净利润保持稳健增长



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理及预测

2019 年中央及各级地方政府的工作报告均将补短板列为重点任务，铁路、公路、轨道交通等交通投资依然是重点，上半年铁路运输业和道路运输业投资分别同比增长 14.1%和 8.1%。一季度建筑行业营收和净利润分别同比增长 13.3%、13.7%，维持较好趋势。中国铁建等龙头公司受益于行业集中度提升，过去几年订单持续高增长，但在去杠杆影响下订单落地较慢，下半年随着政策逐步强化、川藏铁路等重大项目订单有望加速落地，业绩确定性较强。

■ 估值跌破净值，处在历史低位，安全边际高

纵向来看，公司自 2008 年上市以来市盈率 (TTM) 最高曾达到近 40 倍，当前的估值约为 7.3 倍，处在历史绝对低位。

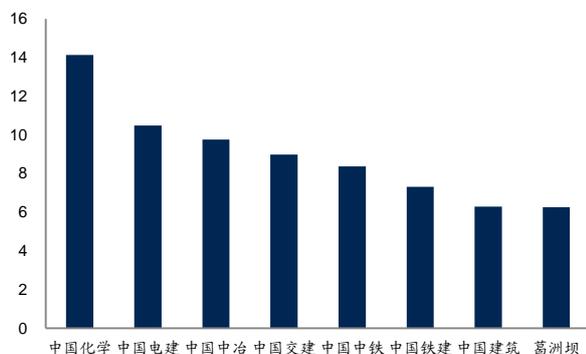
图 5：纵向来看，公司的估值当前处在历史低位



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

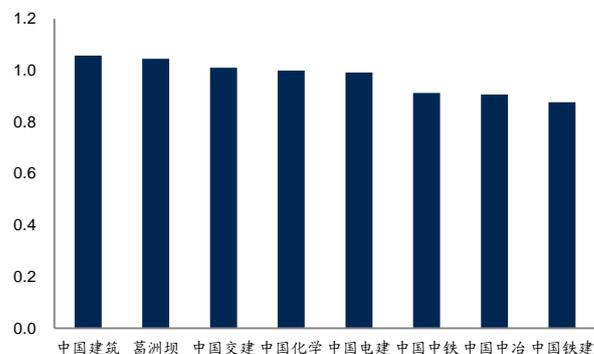
横向来看，公司的估值在建筑龙头央企中较低，其中公司 PE 估值为 7.3 倍，排在央企倒数第 3，PB 估值为 0.88 倍，今年来持续破净，排在行业倒数第 1。公司当前的低估值状态提供了较大的安全边际，在基本面持续向好的情况下未来估值修复可期。

图 6: 公司的 PE 估值在主要建筑央企中排倒数第 3 名



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理及预测

图 7: 公司的 PB 估值在主要建筑央企中排倒数第 1 名



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理及预测

■ 盈利预测

我们的盈利预测基于以下假设条件:

行业方面，当前中国已进入城市化的后期，但区域性和结构性问题突出，基础设施建设空间依然较大，特别是在公路的密度和人均占有里程上，中国与发达国家相比仍存在差距，基建作为政府稳增长的重要手段将持续推进。目前建筑行业已趋于成熟，市场集中度明显提升，未来龙头企业将成为行业扩张的最大受益者。

公司方面，铁路业务规模受限于国家整体铁路投资规划的约束未来基本保持稳定，因此工程承包订单的增量大部分将来源于市政、公路、房建等领域。房地产、勘察设计、工业制造等非主营业务发展较快，增速普遍快于工程承包，同时毛利率也基本保持稳中有升。

将公司的各业务进行分拆，具体每项的预测如下。

表 1: 公司业务收入拆分 (亿元)

收入预测	2017	2018	2019E	2020E	2021E
工程承包					
收入	5,841.28	6347.48	6982.23	7680.45	8448.50
增长率	8.14%	8.67%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	6.87%	7.27%	7.00%	7.00%	7.00%
房地产					
收入	425.87	369.14	406.05	446.66	513.66
增长率	11.14%	-13.32%	10.00%	10.00%	15.00%
毛利率	18.95%	24.60%	22.00%	22.00%	22.00%
勘察设计					
收入	145.39	167.06	192.12	211.33	232.46
增长率	18.62%	14.90%	15.00%	10.00%	10.00%
毛利率	32.90%	34.13%	33.00%	34.00%	34.00%
工业制造					
收入	142.35	164.82	189.54	217.97	261.57
增长率	-0.74%	15.79%	15.00%	15.00%	20.00%
毛利率	25.92%	25.96%	26.00%	27.00%	28.00%
物流及贸易					
收入	591.70	646.07	742.98	854.43	891.58
增长率	25.09%	9.19%	15.00%	15.00%	20.00%
毛利率	11.04%	11.48%	11.10%	11.00%	12.00%
内部抵消收入					
收入	-336.78	-393.34	-432.67	-475.94	-523.54
增长率	46.25%	16.79%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
合计					
收入	6,809.81	7,301.23	8,080.25	8,934.90	9,824.23
增长率	8.21%	7.22%	10.67%	10.58%	9.95%
毛利率	9.24%	9.78%	9.40%	9.46%	9.64%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所分析师归纳整理及预测

根据公司的业务和订单情况, 预计公司 2019-2021 年净利润分别为 215.36/246.86/283.25 亿元, 分别同比增长 20.1%/14.6%/14.7%, 对应的 EPS 为 1.59/1.82/2.09 元, PE 分别为 6.3/5.5/4.8 倍。

	盈利预测和财务指标				
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	680,981	730,123	808,025	893,490	982,423
(+/-%)	8.2%	7.2%	10.7%	10.6%	10.0%
净利润(百万元)	16057	17935	21536	24686	28325
(+/-%)	14.7%	11.7%	20.1%	14.6%	14.7%
摊薄每股收益(元)	1.18	1.32	1.59	1.82	2.09
EBIT Margin	4.0%	6.2%	4.4%	4.4%	4.5%
净资产收益率(ROE)	10.7%	10.6%	12.3%	13.7%	15.2%
市盈率 PE	8.5	7.6	6.3	5.5	4.8
EV/EBITDA	19.6	14.4	21.1	19.9	18.3
市净率(PB)	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7

来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

■ 估值与投资建议

可比公司估值

中国铁建的同业可比公司主要是中国中铁等其他基建龙头企业，根据 wind 一致预期及我们的预测数据，同行业可比公司 2019 年市盈率估值均值为 8.70 倍，我们预测公司对应的估值为 6.30 倍，低于行业估值中枢水平。

表 2: 行业同类公司估值比较

公司 代码	公司 名称	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE		投资评级
				2019E	2020E	2019E	2020E	
601669.SH	中国电建	5.09	778.72	0.58	0.66	8.78	7.71	买入
601390.SH	中国中铁	6.48	1421.36	0.90	1.04	7.20	6.23	买入
601611.SH	中国核建	7.59	199.24	0.44	0.53	17.25	14.32	无评级
002061.SZ	浙江交科	5.72	78.69	1.08	1.17	5.30	4.89	无评级
000498.SZ	山东路桥	5.05	56.57	0.68	0.77	7.43	6.56	无评级
002060.SZ	粤水电	3.09	37.15	0.21	0.25	14.71	12.36	无评级
002062.SZ	宏润建设	3.77	41.56	0.34	0.40	11.09	9.43	无评级
	平均	5.26	373.33	0.60	0.69	8.70	7.63	--
601186.SH	中国铁建	10.00	1357.95	1.59	1.82	6.30	5.50	买入

资料来源: wind 一致预期、国信证券经济研究所分析师整理预测 (除中国铁建、中国中铁和中国电建外其他可比公司数据均来源于 wind 一致预期)

投资评级与建议

公司主营业务工程承包增长稳健，新签订单提速，在手订单创历史新高。下半年基建托底预期增强，重大项目有望加快推进，公司订单落地速度加快，业绩确定性强。当前估值跌破净值处于历史绝对低位，安全边际高，未来有望迎来估值修复。我们预计公司 19/20/21 年 EPS 为 1.59/1.82/2.09 元，股价对应同期 6.3/5.5/4.8 倍 PE，我们采用相对估值法给与公司 2019 年市盈率合理估值为 8-9 倍，对应合理估值为 12.72-14.31 元，维持“买入”评级。

■ 风险提示

应收账款坏账风险，基建投资增长放缓，海外项目不及预期等。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	143802	172643	158640	147145
应收款项	172637	224673	248436	273164
存货净额	159891	179789	198341	217354
其他流动资产	159766	79835	88280	97066
流动资产合计	650277	671120	707878	748910
固定资产	54729	79104	101536	122013
无形资产及其他	50667	49654	48640	47627
投资性房地产	133019	133019	133019	133019
长期股权投资	28979	37252	45526	53799
资产总计	917671	970149	1036599	1105368
短期借款及交易性金融负债	81320	61340	61340	61340
应付款项	334707	376359	415197	454996
其他流动负债	181315	206785	228316	250346
流动负债合计	597342	644484	704853	766682
长期借款及应付债券	107299	107299	107299	107299
其他长期负债	5695	5946	6197	6449
长期负债合计	112993	113245	113496	113747
负债合计	710336	757729	818349	880429
少数股东权益	37445	37933	38492	39134
股东权益	169890	174488	179758	185805
负债和股东权益总计	917671	970149	1036599	1105368

关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	1.32	1.59	1.82	2.09
每股红利	1.04	1.25	1.43	1.64
每股净资产	12.51	12.85	13.24	13.68
ROIC	11%	9%	10%	11%
ROE	11%	12%	14%	15%
毛利率	10%	9%	9%	10%
EBIT Margin	6%	4%	4%	5%
EBITDA Margin	8%	5%	5%	6%
收入增长	7%	11%	11%	10%
净利润增长率	12%	20%	15%	15%
资产负债率	81%	82%	83%	83%
息率	10.4%	12.5%	14.3%	16.4%
P/E	7.6	6.3	5.5	4.8
P/B	0.8	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	14.4	21.1	19.8	18.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	730123	808025	893490	982423
营业成本	658711	732057	808923	887697
营业税金及附加	4806	5319	5881	6386
销售费用	4431	4904	5423	5963
管理费用	17236	30506	34251	37952
财务费用	5538	4267	3632	3951
投资收益	1401	629	629	629
资产减值及公允价值变动	(406)	(1777)	(1777)	(1777)
其他收入	(15075)	0	0	0
营业利润	25322	29824	34232	39326
营业外净收支	(217)	323	323	323
利润总额	25105	30146	34554	39649
所得税费用	5267	6324	7249	8318
少数股东损益	1903	2285	2619	3006
归属于母公司净利润	17935	21536	24686	28325

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	17935	21536	24686	28325
资产减值准备	(4290)	85	62	69
折旧摊销	13820	7116	9082	11030
公允价值变动损失	406	1777	1777	1777
财务费用	5538	4267	3632	3951
营运资本变动	(33190)	75455	9922	9622
其它	4696	403	497	573
经营活动现金流	(623)	106372	46025	51396
资本开支	(13361)	(32339)	(32339)	(32339)
其它投资现金流	(5100)	0	0	0
投资活动现金流	(29570)	(40613)	(40613)	(40613)
权益性融资	14946	0	0	0
负债净变化	11014	0	0	0
支付股利、利息	(14106)	(16939)	(19415)	(22278)
其它融资现金流	24027	(19979)	0	0
融资活动现金流	32788	(36918)	(19415)	(22278)
现金净变动	2595	28841	(14003)	(11495)
货币资金的期初余额	141206	143802	172643	158640
货币资金的期末余额	143802	172643	158640	147145
企业自由现金流	2780	78078	17492	23418
权益自由现金流	37821	54726	14622	20296

相关研究报告

《中国铁建（601186.SH）：Q4 收入提速，2019 年业绩确定性强》——2019-04-02

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编: 100032