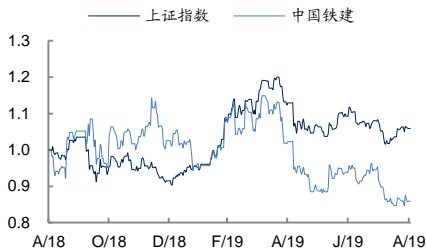


**证券研究报告—动态报告**
**建筑工程**
**建筑施工**
**中国铁建(601186)**
**买入**

合理估值: 10.64-12.16 元 昨收盘: 9.10 元

(维持评级)

2019年09月03日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	13580/11503
总市值/流通(百万元)	156301/132402
上证综指/深圳成指	2924/9569
12个月最高/最低(元)	12.18/8.98

**相关研究报告:**

《国信证券-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-中国铁建(601186.SH): 新签订单提速, 估值吸引力突出》——2019-07-22

**证券分析师: 周松**

 电话: 021-60875163  
 E-MAIL: zhou song@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编码:  
 S0980518030001

**联系人: 江剑**

 电话: 021-60933161  
 E-MAIL: jiangjian@guosen.com.cn

**独立性声明:**

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。

**2019 年中报点评**

# 订单业绩双提速, 估值优势明显

**● 业绩略超预期, 新签订单提速**

2019 年上半年公司实现营收 3529.35 亿, 同比增长 14.23%; 实现归母净利润 92.84 亿, 同比增长 15.93%, 扣除非经常性损益后净利润增长率为 19.36%。上半年累计新签订单 7186.97 亿元, 同比增长 18.01%, 增速相对 2018 年提升 12.96pct; 在手订单 29421.645 亿元, 同比增长 12.59%, 创下历史新高。

**● 毛利率小幅提升, 营运能力显著改善**

公司 2019 年上半年毛利率为 9.80%, 同比提升 0.10pct, 毛利率提升主要是由于毛利较高的房地产销售额增加所致; 净利率为 2.92%, 同比提升 0.04pct。期间费用率为 5.53%, 同比下降 0.11pct; 其中管理费用率提升 0.01pct 至 4.33%, 财务费用率下降 0.09pct 至 0.59%, 销售费用率下降 0.03pct 至 0.61%。总资产周转率为 0.37 次, 与去年同期持平; 应收账款周转率为 3.33 次, 同比提升 63.24%。资产负债率为 78.44%, 比 2018 年提升 1.03pct。实现经营性净现金流-324.72 亿, 同比少流出 134.16 亿。

**● Q2 净利润增长提速**

公司 18Q3、Q4、19Q1 和 Q2 分别实现净利润 46.37 亿、52.89 亿、38.86 亿、53.99 亿, 同比增长 15.77%、-4.33%、13.56%、17.69%。二季度公司净利润增长有所提速。

**● 估值破净处在历史最低位, 下半年业绩确定性强**

公司当前 PE(TTM)仅为 6.67 倍, PB 仅为 0.75 倍, 均处于历史最低水平。近三年公司新签订单 CAGR 达 18.64%, 但去年以来在去杠杆影响下订单落地较慢, 下半年川藏铁路等重大基建项目将加快推进, 公司在手订单有望加速释放。

**● 投资建议: 业绩稳健估值低, 维持“买入”评级**

今年以来铁路投资持续高增长、在手订单充沛, 我们维持之前对公司的盈利预测, 预计 19-21 年 EPS 为 1.52/1.69/1.86 元, 当前股价对应 PE 分别为 6.0/5.4/4.9 倍。今年以来基建投资低于预期, 行业估值承压, PE 相对年初下降了 3.66%。介于公司的行业地位和业绩确定性, 我们认为公司的合理估值区间应为 7-8 倍, 对应目标价 10.64-12.16 元, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 应收账款坏账, 基建投资放缓, 政策力度不及预期等。

**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	20672	22941	25271
(+/-%)	14.7%	11.7%	15.3%	11.0%	10.2%
摊薄每股收益(元)	1.18	1.32	1.52	1.69	1.86
EBIT Margin	4.0%	6.2%	4.2%	4.1%	4.1%
净资产收益率(ROE)	10.7%	10.6%	11.9%	12.8%	13.7%
市盈率 PE	7.7	6.9	6.0	5.4	4.9
EV/EBITDA	19.3	14.2	21.4	20.7	19.7
市净率(PB)	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7

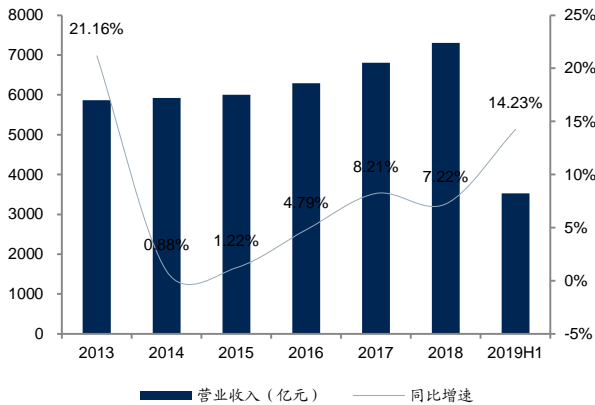
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

### 业绩略超预期，Q2 增长提速

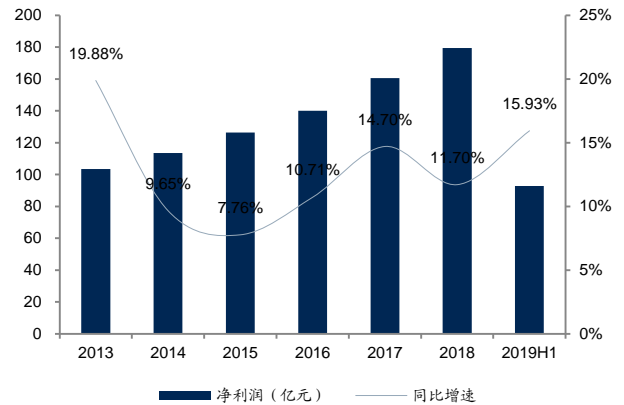
2019 年上半年公司实现营业收入 3529.35 亿，同比增长 14.23%；实现归属于上市公司股东的净利润 92.84 亿，同比增长 15.93%，如果扣除非经常性损益，实际归母净利润增长率为 19.36%，业绩符合预期。

图 1：公司 2019H1 营收同比增长 14.23%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

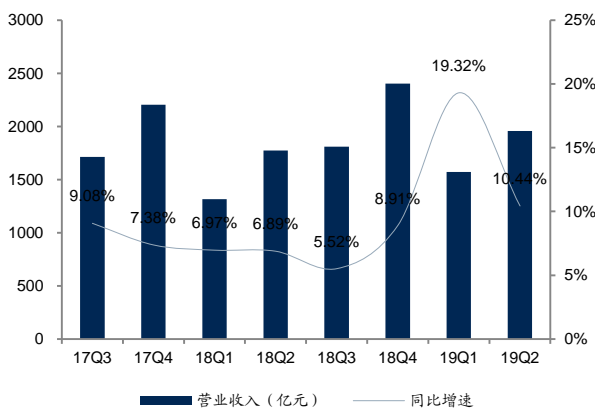
图 2：公司 2019H1 归母净利润同比增长 15.93%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

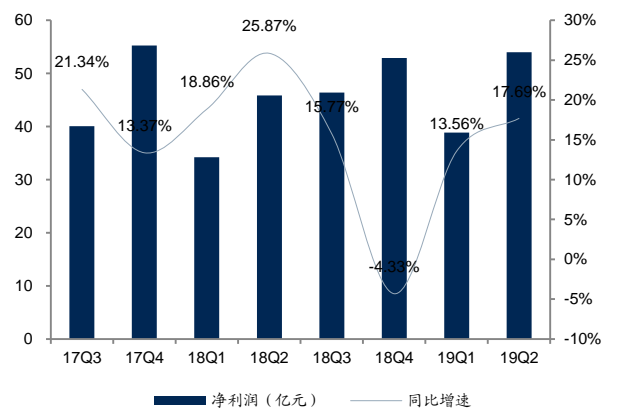
分季度来看，公司 18Q3、Q4、19Q1 和 Q2 分别完成营收 1808.90 亿、2402.52 亿、1570.89 亿、1958.46 亿，同比增长 5.52%、8.91%、19.32%、10.44%；实现净利润 46.37 亿、52.89 亿、38.86 亿、53.99 亿，同比增长 15.77%、-4.33%、13.56%、17.69%。二季度公司净利润增长提速。

图 3：公司 Q2 营收增长有所放缓



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 4：公司 Q2 净利润增长提速



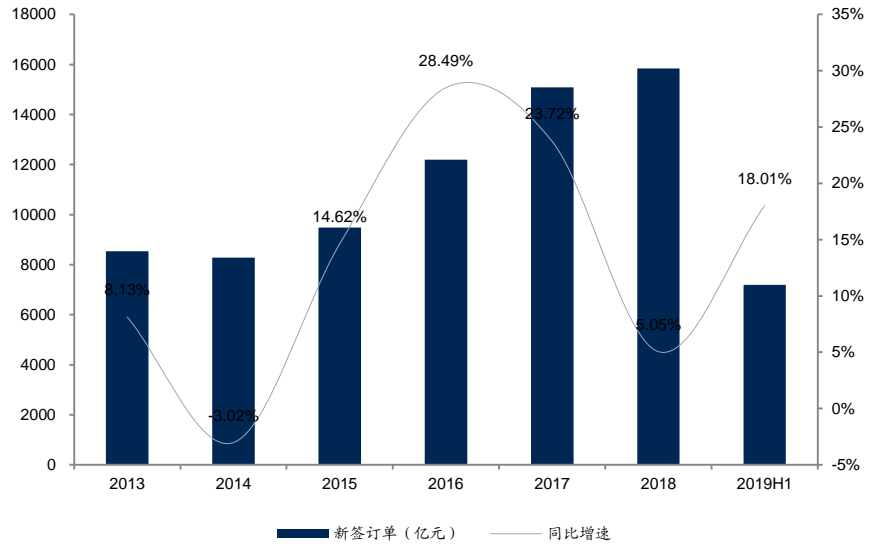
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### 新签订单提速，在手订单创新高

2019 年上半年公司累计新签合同额 7186.97 亿元，同比增长 18.01%，增速相对 2018 年提升 12.96pct；其中城市轨道交通和房建工程受益于轨交项目获批落地和城乡老旧小区改造，分别同比大幅增长 27.53%、60.62%。截至 2019

年二季度末，公司未完合同额达到 29421.645 亿元，同比增长 12.59%，创下历史新高。

图 5：公司近几年的新签订单情况

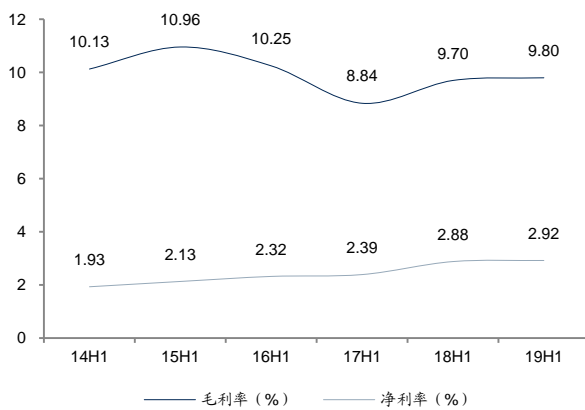


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 毛利率小幅提升

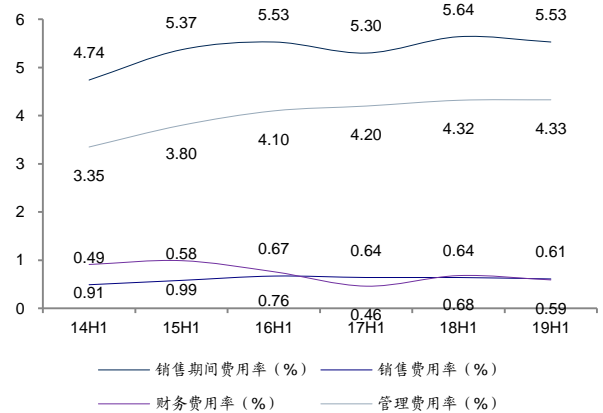
公司 2019 年上半年的毛利率为 9.80%，同比提升 0.10pct，毛利率提升主要是由于毛利较高的楼盘销售额增加，房地产业务的毛利率由去年同期的 22.68% 提升至 28.44%；净利率为 2.92%，同比提升 0.04pct。期间费用率为 5.53%，同比下降 0.11pct；其中管理费用率提升 0.01pct 至 4.33%，财务费用率下降 0.09pct 至 0.59%，销售费用率下降 0.03pct 至 0.61%。

图 6：公司的毛利率和净利率情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 7：公司的期间费用率保持平稳

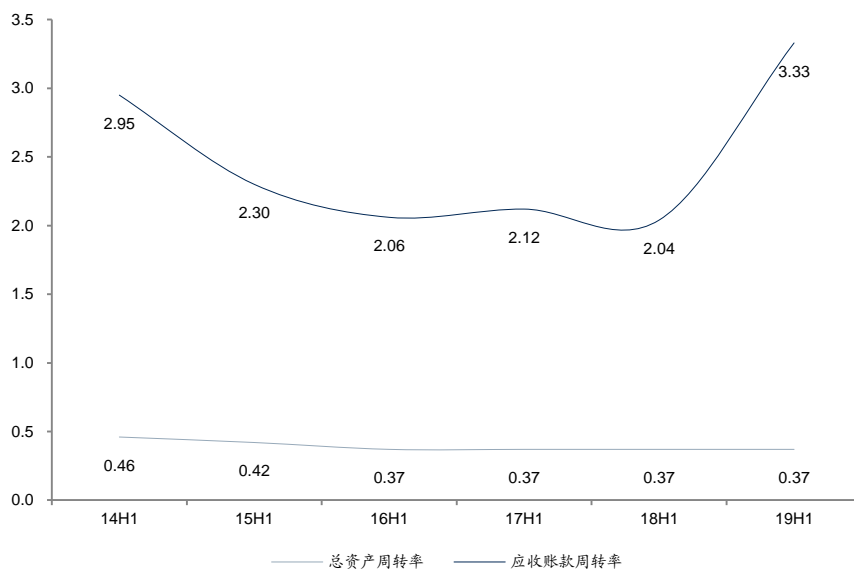


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### 营运能力显著改善，资产负债率有所提升

2019年上半年公司总资产周转率为0.37次，与去年同期持平；应收账款周转率为3.33次，同比提升63.24%，综合来看公司应收账款清收加快，营运能力有所改善。

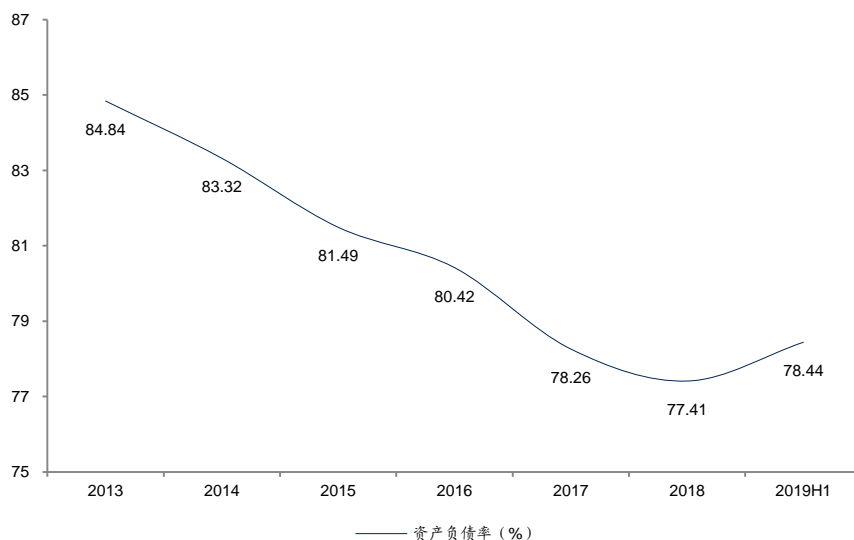
图 8：公司近几年的总资产周转率和应收账款周转率



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

截至2019年二季度末，公司的资产负债率为78.44%，比2018年提升1.03pct。公司自2013年以来资产负债率连续5年实现下降，当前的偿债能力仍有待提升。

图 9：公司近几年的资产负债率



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

## 盈利预测与估值

今年以来铁路投资持续高增长，公司订单增长提速，在手订单充沛，基本面稳健向好，我们维持对公司营收和净利润增长率分别为 11%、15% 的预测，将公司各业务进行分拆，具体每项的预测如下。

### 核心假设：

- (1) 传统的核心业务基建建设市场份额稳定，保持稳健增长；
- (2) 房地产及勘察设计业务毛利率维持较高水平并趋于稳定；
- (3) 工业制造、物流贸易等其他新业务市场开拓较为顺利；

**表 1：公司业务收入拆分（亿元）**

收入预测	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>工程承包</b>					
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%	6.80%
<b>房地产</b>					
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%
<b>勘察设计</b>					
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%	33.00%	33.00%
<b>工业制造</b>					
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%
<b>物流及贸易</b>					
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%
<b>内部抵消收入</b>					
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%
<b>合计</b>					
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%	9.44%	9.45%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理及预测

## 可比公司估值

中国铁建的同业可比公司主要是其他的基建龙头企业，根据 wind 一致预期及我们的盈利预测数据，同行业可比公司 2019/2020 年估值均值为 10.25/8.63 倍，

我们预测公司对应的估值为 6.00/5.40 倍，低于行业估值中枢水平。

今年以来房地产投资增速一直维持在高位，基建投资持续低于预期，建筑工程板块估值承压，行业当前 PE 由年初的 10.11 倍下降 3.66% 至 9.7 倍。介于公司的行业地位以及业绩的确定性，我们认为公司合理估值区间应为 7-8 倍，对应目标价 10.64-12.16 元。

**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	4.68	715.99	0.58	0.66	8.07	7.09	买入
601611.SH	中国核建	7.05	185.06	0.44	0.53	16.02	13.30	无评级
601390.SH	中国中铁	6.01	1315.05	0.90	1.04	6.68	5.78	买入
000498.SZ	山东路桥	4.67	52.31	0.67	0.78	6.97	5.99	无评级
002060.SZ	粤水电	2.92	35.11	0.21	0.26	13.90	11.23	无评级
002062.SZ	宏润建设	3.45	38.04	0.35	0.41	9.86	8.41	无评级
	平均	4.80	390.26	0.53	0.61	10.25	8.63	--
601186.SH	中国铁建	9.10	1235.74	1.52	1.69	6.00	5.40	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及预测 (除中国铁建、中国中铁、中国电建外其他可比公司数据均来源于 wind 一致预期)

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	143802	172766	158741	147480	营业收入	730123	808025	893490	982423
应收款项	172637	224673	248436	273164	营业成本	658711	732057	809135	889620
存货净额	159891	179789	198393	217826	营业税金及附加	4806	5319	5881	6386
其他流动资产	159766	79835	88280	97066	销售费用	4431	4904	5423	5963
<b>流动资产合计</b>	<b>650277</b>	<b>671243</b>	<b>708031</b>	<b>749718</b>	管理费用	17236	31718	36485	40310
固定资产	54729	79104	101536	122013	财务费用	5538	4265	3629	3945
无形资产及其他	50667	49654	48640	47627	投资收益	1401	629	629	629
投资性房地产	133019	133019	133019	133019	资产减值及公允价值变动	(406)	(1777)	(1777)	(1777)
长期股权投资	28979	37252	45526	53799	其他收入	(15075)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>917671</b>	<b>970272</b>	<b>1036752</b>	<b>1106176</b>	营业利润	25322	28613	31789	35051
短期借款及交易性金融负债	81320	61340	61340	61340	营业外净收支	(217)	323	323	323
应付款项	334707	376359	415305	455985	<b>利润总额</b>	<b>25105</b>	<b>28936</b>	<b>32112</b>	<b>35374</b>
其他流动负债	181315	207112	228977	251502	所得税费用	5267	6070	6737	7421
<b>流动负债合计</b>	<b>597342</b>	<b>644811</b>	<b>705622</b>	<b>768827</b>	少数股东损益	1903	2193	2434	2682
长期借款及应付债券	107299	107299	107299	107299	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>17935</b>	<b>20672</b>	<b>22941</b>	<b>25271</b>
其他长期负债	5695	5946	6197	6449					
<b>长期负债合计</b>	<b>112993</b>	<b>113245</b>	<b>113496</b>	<b>113747</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>710336</b>	<b>758056</b>	<b>819118</b>	<b>882575</b>	净利润	17935	20672	22941	25271
少数股东权益	37445	37913	38433	39005	资产减值准备	(4290)	85	62	69
股东权益	169890	174303	179201	184596	折旧摊销	13820	7116	9082	11030
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>917671</b>	<b>970272</b>	<b>1036752</b>	<b>1106176</b>	公允价值变动损失	406	1777	1777	1777
					财务费用	5538	4265	3629	3945
关键财务与估值指标					营运资本变动	(33190)	75782	10312	10578
每股收益	1.32	1.52	1.69	1.86	其它	4696	384	457	504
每股红利	1.04	1.20	1.33	1.46	<b>经营活动现金流</b>	<b>(623)</b>	<b>105815</b>	<b>44631</b>	<b>49228</b>
每股净资产	12.51	12.84	13.20	13.59	资本开支	(13361)	(32339)	(32339)	(32339)
ROIC	11%	8%	10%	10%	其它投资现金流	(5100)	0	0	0
ROE	11%	12%	13%	14%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(29570)</b>	<b>(40613)</b>	<b>(40613)</b>	<b>(40613)</b>
毛利率	10%	9%	9%	9%	权益性融资	14946	0	0	0
EBIT Margin	6%	4%	4%	4%	负债净变化	11014	0	0	0
EBITDA Margin	8%	5%	5%	5%	支付股利、利息	(14106)	(16258)	(18043)	(19876)
收入增长	7%	11%	11%	10%	其它融资现金流	24027	(19979)	0	0
净利润增长率	12%	15%	11%	10%	<b>融资活动现金流</b>	<b>32788</b>	<b>(36238)</b>	<b>(18043)</b>	<b>(19876)</b>
资产负债率	81%	82%	83%	83%	<b>现金净变动</b>	<b>2595</b>	<b>28964</b>	<b>(14025)</b>	<b>(11261)</b>
息率	11.4%	13.2%	14.6%	16.1%	货币资金的期初余额	141206	143802	172766	158741
P/E	6.9	6.0	5.4	4.9	货币资金的期末余额	143802	172766	158741	147480
P/B	0.7	0.7	0.7	0.7	企业自由现金流	2780	77447	15950	20991
EV/EBITDA	14.2	21.4	20.7	19.7	权益自由现金流	37821	54097	13082	17874

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测



## 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，并向客户发布的行为。



## 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