

证券研究报告—深度报告
建筑与工程
建筑施工
中国铁建(601186)
买入

合理估值: 12.16-13.68 元 昨收盘: 9.71 元

(维持评级)

2019年09月24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)	13579/11503
总市值/流通(百万元)	142100/123900
上证综指/深圳成指	2977/9781
12个月最高/最低(元)	12.18/8.16

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): 订单业绩双提速, 估值优势明显》——2019-09-03

证券分析师: 周松

 电话: 021-60875163
 E-MAIL: zhou song@guosen.com.cn
 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。

深度报告

交通强国, 基建龙头再启航

● 业绩稳健, 交通强国龙头再启航

公司是我国最大的基础设施建设集团之一, 主营业务是铁路、公路、市政等领域的工程承包, 在高原、高寒等设计施工领域享有世界领先的技术优势。公司 2008 年上市至今年收入复合增速为 12%, 归母净利润复合增速为 17%; 2019 年上半年实现收入 3529 亿元, 同比增长 14%, 实现归母净利润 92.84 亿元, 同比增长 16%, 收入再提速。

● 融资渠道扩张, 基建投资触底回升

2019 年 1-8 月基建投资增速为 3.19%, 比去年底提高 1.4pct, 8 月环比提升 0.28pct。今年以来投资低于预期一方面是去杠杆等因素导致投资动力不足, 另一方面资本金到位较慢。经济下行压力加大, 基建有望发挥托底作用, 今年 1-8 月铁路运输业和道路运输业投资分别同比增长 12.7% 和 7.7%。今年中办国办发文提出专项债可作为重大项目资本金以促进融资渠道扩张, 国常会也指出要加快专项债的发行使用进度、扩大使用范围, 预计可带动明年基建投资 7% 至 8% 的增速, 交通基建龙头有望充分受益。

● 订单充沛保障业绩, 多元业务迸发活力

公司近三年新签订单 CAGR 达 19%, 其中 2019 年上半年新签订单 7187 亿元, 同比增长 18%, 继续保持高增长, 在手订单余额超 2 万亿, 营收保障比超 4 倍, 市占率达到近 6%, 创历史新高。川藏铁路等重大项目推进, 公司业绩有望加速释放。工程承包板块中铁路业务占比下滑, 毛利率整体有望提升。房地产、勘察设计、工业制造、物流贸易等多元业务为公司贡献近一半净利润, 盈利能力强。BOT、PPP 等投融资项目陆续进入运营期, 盈利能力和现金流有望改善; 特许经营和运营等收入占比逐步提高, 公司未来估值有望提升。

● 投资建议: 低估值龙头, 维持“买入”评级

今年以来交通投资持续高增长, 公司在手订单充沛, 我们维持对公司的盈利预测, 预计 19-21 年 EPS 为 1.52/1.69/1.86 元, 当前股价对应 PE 分别为 6.5/5.9/5.4 倍。介于公司的行业地位及交通强国战略的实施, 我们认为公司的合理估值区间应为 8-9 倍 PE, 合理估值 12.16-13.68 元, 维持“买入”评级。

● 风险提示: 应收账款坏账, 基建投资放缓, 海外项目不及预期等。
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	8.4	7.5	6.5	5.9	5.4
EV/EBITDA	19.6	14.4	21.7	20.9	19.9
市净率(PB)	0.9	0.8	0.8	0.8	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

投资摘要

估值与投资建议

今年铁路、公路等道路投资持续高增长，公司工程承包业务稳健，在手订单充沛，且盈利能力较强的公路、市政订单占比持续提升，工程板块毛利率有望继续提高；公司非工程板块发展迅速，盈利能力持续优化，迸发出强劲的发展潜力，未来公司整体盈利能力有望持续提升。

基建投资今年以来整体低于预期，行业估值承压，行业 PE、PB 估值接近历史低点。公司当前 PE 为 7 倍，PB 破净仅为 0.8 倍，处于历史最低水平；公司在建筑央企中目前估值最低。我们维持之前对公司的盈利预测，预计公司 19-21 年 EPS 为 1.52/1.69/1.86 元，对应 PE 分别为 6.5/5.9/5.4 倍。介于公司的行业地位及交通强国战略的实施，我们认为公司的合理估值区间应为 8-9 倍，对应目标价 12.16-13.68 元，相对当前股价 30% 左右的空间，维持“买入”评级。

核心假设或逻辑

- (1) 工程承包业务在充足订单推动下，业绩保持稳健增长；
- (2) 勘察设计业务受益于工程订单的推动，持续保持较快增长；
- (3) 工业制造保持稳健发展，物流贸易保持较快增长，毛利率均平稳向上；
- (4) 房地产业务保持稳健增长。

与市场预期的差异之处

1) 市场普遍认为公司业务以铁路建设为主，毛利率和盈利能力提升空间有限。我们通过对公司工程业务进行研究，发现公司铁路工程的比重逐步降低，已经形成铁路、公路、市政、房建、城轨“五足鼎立”的局面，互补效应明显，且毛利率较高的公路和市政增长迅速，公司未来整体毛利率水平有望持续提升。

2) 市场普遍认为基建投资将放缓，公司作为基建龙头发展空间有限。一方面，伴随政策层面的宽松，专项债新规等落地实施，基建投资将迎来拐点，公司前期的在手订单有望加快落地，新签基建订单也有望提速。另一方面，公司在工业制造、物流贸易等多元业务方面的布局，已经能贡献公司近半的净利润，且这些板块都保持良好的发展势头。同时，公司布局的投融资项目，也逐步进入运营期，有望为公司提供长期稳定的业务收入并提升公司的估值。

股价变化的催化因素

短期催化因素：川藏铁路等订单落地，政策催化，业绩超预期等；

长期催化因素：公司订单转化为营收，投融资项目发力估值中枢提升；

风险提示：

应收账款坏账，基建投资放缓，海外项目不及预期等。

内容目录

投资摘要	2
估值与投资建议	6
估值跌破净值，处在历史低位.....	6
绝对估值法：14.03-17.19元.....	6
估值的敏感性分析.....	8
相对估值法：12.16-13.68元.....	8
投资建议：低估值基建龙头，维持“买入”评级.....	9
公司概况：铁道兵起家的基建龙头	10
源自铁道兵，稳居全球最大工程承包商前三.....	10
央企龙头，技术优势明显.....	11
业务贯穿产业链上下游，坐拥五大千亿级工程市场.....	12
融资渠道扩张，基建投资触底回升，交通运输空间大	13
经济下行压力犹在，基建投资不及预期.....	13
融资渠道扩张，专项债杠杆效应+多渠道融资有望撬动基建投资回升.....	17
项目落地有望加快，铁路、公路、轨交等交通投资增长明显.....	19
主业稳健，多元业务迸发活力	28
业绩稳中向好，现金流充裕.....	28
核心业务稳健，多元业务迸发活力.....	30
基本面良好，财务指标全面优化.....	34
订单充沛保业绩，模式转型提估值	37
订单充沛助力业绩释放，市场占有率逐年攀升.....	37
向“综合运营商”转型，助力估值提升.....	40
盈利预测	43
风险提示	45
附表：财务预测与估值	48
国信证券投资评级	49
分析师承诺	49
风险提示	49
证券投资咨询业务的说明	49

图表目录

图 1: 纵向来看, 公司的估值当前处在历史低位	6
图 2: 公司的 PE 估值在主要建筑央企中排倒数第 3 名	6
图 3: 公司的 PB 估值在主要建筑央企中排倒数第 1 名	6
图 4: 公司历史沿革	10
图 5: 公司是全球最大的工程承包商之一	10
图 6: 公司新签基建订单规模稳居央企前列	11
图 7: 公司股权结构	11
图 8: 公司六大核心业务板块	12
图 9: 今年以来固定资产投资数据不及预期	13
图 10: PMI 指数仍在荣枯线以下	14
图 11: 今年制造业投资增速创下近五年新低	14
图 12: 城镇调查失业率有再度回升的风险	15
图 13: 房地产开发投资增速或继续高位回落	15
图 14: 房地产销售数据依然低迷	16
图 15: 今年基建投资仍处在低位, 未来的提升空间较大	16
图 16: 近几年地方政府新增专项债发行限额	18
图 17: 2019 年地方政府新增专项债累计发行额已达到全年限额的 93%	18
图 18: 2019 年全国交通固定资产投资有望迎来高增长	21
图 19: 铁路投资主要由中央政府主导	22
图 20: 近几年铁路投资均不低于 8000 亿, 2019 年 1-7 月增长有所提速	23
图 21: 川藏铁路规划路线图	23
图 22: 我国轨道交通运营路线长度持续保持快速增长	24
图 23: 我国开通轨道交通的城市数量持续增长	24
图 24: 中国的人均公路里程远低于美国等发达国家	25
图 25: 东部省份人均公里里程低于西部, 中部与全国平均值大致持平	26
图 26: 近几年公路建设投资情况	27
图 27: 公司 2019 年 H1 营收增长有所提速	28
图 28: 全国铁路领域固定资产投资情况	29
图 29: 公司近几年的净利润增长平稳向上	29
图 30: 公司近几年的经营现金流净值基本与归母净利润水平一致	30
图 31: 公司工程承包业务保持稳健增长	30
图 32: 公司基建工程业务稳健增长	31
图 33: 公司房建工程业务稳健增长	31
图 34: 公司工程承包业务毛利率稳步提升	31
图 35: 公司房地产销售额有所回落	32
图 36: 公司房地产营业收入有望反弹	32
图 37: 公司多元业务近几年营收增速	33
图 38: 公司多元业务占营收比重比较低	33
图 39: 公司多元业务贡献净利润比重大	33
图 40: 公司工业制造等多元业务毛利率水平稳中有升	34

图 41: 公司的净资产收益率稳中有升.....	34
图 42: 公司毛利率企稳回升, 净利率持续优化	35
图 43: 公司期间费用率保持平稳.....	35
图 44: 公司的资产负债率自 2013 年开始逐年下降	35
图 45: 公司的偿债能力较为平稳.....	36
图 46: 公司运营能力稳中向好, 各项运营指标稳中有增	36
图 47: 公司近三年新签订单 CAGR 达到 18.64%.....	37
图 48: 公司在手订单余额达 2.9 万亿元, 营收保障比 4 倍.....	37
图 49: 公司的市场占有率逐年提升, 2019 年上半年达到 5.97%	38
图 50: 公司的订单结构占比	39
图 51: 公司公路、房建、市政三个领域订单增长强劲.....	39
图 52: 中国中铁市政、公路的毛利率水平远高于铁路.....	40
图 53: 典型的投资运营模式	41
图 54: 万喜集团的毛利率持续保持在较高水平	42
图 55: 万喜集团特许经营业务的净利润占比达 65%	42
图 56: 公司的特许经营权账面价值已超过 400 亿元.....	43
图 57: 法国万喜的估值明显高于中国铁建.....	43
表 1: 估值假设	7
表 2: FCFF 估值表.....	7
表 3: 基于 FCFF 针对折现率和永续增长率的敏感性分析结果 (元)	8
表 4: 行业同类公司估值比较	9
表 5: 公司技术优势明显.....	12
表 6: 不同行业的 PPP 项目最低资本金比例	17
表 7: 不同情景下专项债撬动基建投资的测算	19
表 8: 2019 年全国 28 省/自治区/直辖市的交通投资计划 (转下表)	20
表 9: 2019 年全国 28 省/自治区/直辖市的交通投资计划 (接上表)	21
表 10: “十三五”期间, 铁路的平均年投资额约为 0.8 万亿.....	22
表 11: 川藏铁路各路段投资建设情况.....	24
表 12: 发改委重启轨道交通审批以来的获批项目	25
表 13: “交通扶贫”的主要内容	26
表 14: 2017 年国家发展改革委下放政府投资交通项目审批权	27
表 15: 公司工程承包各细分领域的新签订单情况 (亿元)	38
表 16: 公司各区域持有待开发土地情况	40
表 17: 公司新掌舵人陈奋健先生的履历	41
表 18: 公司主要的大型投融资项目	42
表 19: 公司业务收入拆分 (亿元)	44
表 20: 未来 3 年盈利预测表	45
表 21: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	45

估值与投资建议

估值跌破净值，处在历史低位

纵向来看，公司自 2008 年上市以来市盈率最高曾达到近 40 倍，当前的估值约为 7 倍，处在历史绝对低位。

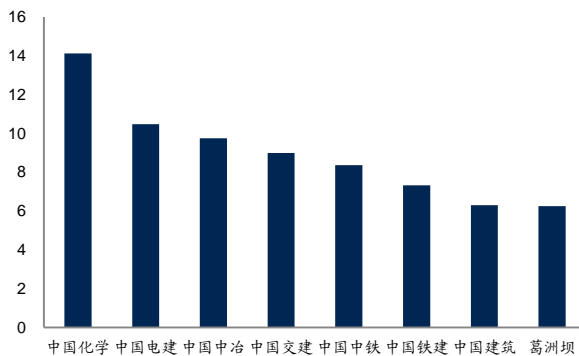
图 1：纵向来看，公司的估值当前处在历史低位



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

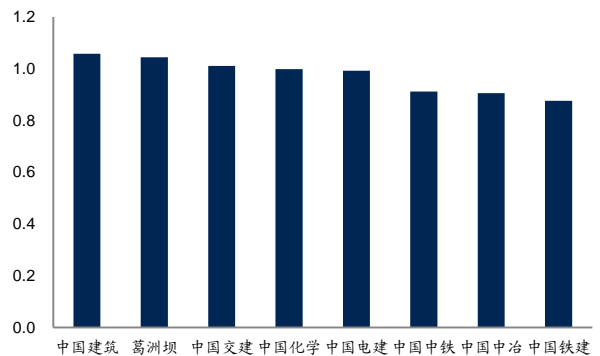
横向来看，公司的估值在建筑央企中较低，其中公司 PE 估值为 7 倍，排在央企倒数第 3，PB 估值为 0.8 倍，今年来持续破净，排在央企倒数第 1。

图 2：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

图 3：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

绝对估值法：14.03-17.19 元

公司是基建绝对龙头，业务增长稳健，在手订单充沛；今年经济下行压力较大

基建投资有望发力，政策推动下订单落地有望加快。按照行业的发展和公司的经营情况，我们预计公司 2019-2021 年的收入复合增速达到 10%-15%，毛利率和费用率保持稳定。

表 1: 估值假设

	合理值	参考值
无杠杆 Beta	0.98	
无风险利率	4.00%	
股票风险溢价	10.00%	
公司股价	9.97	
发行在外股数	13580	
股票市值(E)	135388	135388
债务总额(D)	168639	168639
Kd	5.30%	5.30%
T	20.98%	20.98%
Ka	13.80%	
有杠杆 Beta	1.94	1.94
Ke	23.45%	
E/(D+E)	44.53%	44.53%
D/(D+E)	55.47%	55.47%
WACC	12.76%	

资料来源：国信证券经济研究所分析师预测

表 2: FCFF 估值表

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	TV
EBIT	34,027	36,567	40,145	42,203	44,363	46,632	49,015	51,516	54,142	56,900	
所得税税率	20.98%	20.98%	20.98%	20.98%	20.98%	20.98%	20.98%	20.98%	20.98%	20.98%	
EBIT*(1-税率)	26,888	28,895	31,723	33,349	35,056	36,849	38,732	40,708	42,784	44,963	
折旧与摊销	7,116	9,082	11,030	13,142	15,304	17,479	19,656	21,831	24,004	26,174	
营运资金的净变动				(20,691)							
	75,782	10,312	10,578)	4,437	4,684	4,950	5,231	5,527	5,839	
资本性投资	(32339)	(32339)	(32339)	(32339)	(32339)	(32339)	(32339)	(32339)	(32339)	(32339)	
FCFF	77447	15950	20991	(6539)	22458	26673	30998	35432	39977	44637	422988
PV(FCFF)	68681	12543	14640	(4044)	12317	12973	13371	13553	13560	13428	127241
核心企业价值	298,262.3										
减: 净债务	88,241.6										
股票价值	210,020.7										
每股价值	15.47										

资料来源：国信证券经济研究所分析师预测

我们采用 FCFF 估值法对公司进行绝对估值，根据以下假设得出公司合理股价为 14.03-17.19 元/股，估值中枢为 15.47 元/股。

估值的敏感性分析

我们对公司股价进行敏感性分析，假设折现率和永续增长率变化值分别为 0.5%，则我们计算得出公司股价区间在 14.03-17.19 元/股，估值中枢为 15.47 元/股。

表 3: 基于 FCFF 针对折现率和永续增长率的敏感性分析结果 (元)

15.47	11.8%	12.3%	12.76%	13.3%	13.8%
3.5%	20.12	18.54	17.14	15.89	14.77
3.0%	19.29	17.83	16.53	15.36	14.30
2.5%	18.54	17.19	15.97	14.87	13.88
2.0%	17.87	16.61	15.47	14.43	13.49
1.5%	17.27	16.08	15.01	14.03	13.13
1.0%	16.73	15.60	14.59	13.66	12.81
0.5%	16.23	15.17	14.20	13.31	12.50

资料来源：国信证券经济研究所预测

相对估值法：12.16-13.68 元

选取中国中铁等同行业基建龙头公司作为比较对象，根据 wind 一致预期及我们的预测（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），同行可比对象 2019 年估值均值为 10.25 倍，我们预计公司 2019 年的估值为 6.50 倍，低于行业平均水平。我们从市场地位、公司治理、业绩表现等方面进行综合对比，给出中国铁建的合理估值：

(1) 中国铁建是基建建设领域的绝对龙头，在铁路、公路、市政、房建和轨交等细分领域均衡发展，技术优势明显。从业务规模上看，可比公司中只有中国中铁比中国铁建大，未来两铁在基建领域的霸主地位依然难以撼动。

(2) 中国铁建为国资委直接控制的大型央企，经营业绩相对较为稳定但管理机制方面的限制相对较多；而可比公司中除了宏润建设外，其余大多为央企或地方国企，这也是基建领域的技术和施工经验等壁垒较高所致，央企国企相对民企的竞争优势显著。

(3) 中国铁建坐拥万亿级的基建大市场，业绩增长稳健，近三年营业收入 CAGR 达到 6.73%，归母净利润 CAGR 达到 12.35%，基本符合可比公司的平均水平。此外，公司作为央企在产业链中较为强势，坏账较少、账期较短，因此经营性现金流优于同行业平均水平，但公司 PE 估值低于行业平均水平，PB 估值持续破净，在央企中排名倒数第一，明显被低估了。

综合以上分析，我们给与中国铁建的估值水平稍低于可比公司的平均值，即 8.0-9.0 倍 PE，而公司 2019 年的 EPS 预估为 1.52 元，则合理估值为 12.16-13.68 元/股。

表 4: 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	9.97	1235.74	1.52	1.69	6.50	5.90	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)

投资建议: 低估值基建龙头, 维持“买入”评级

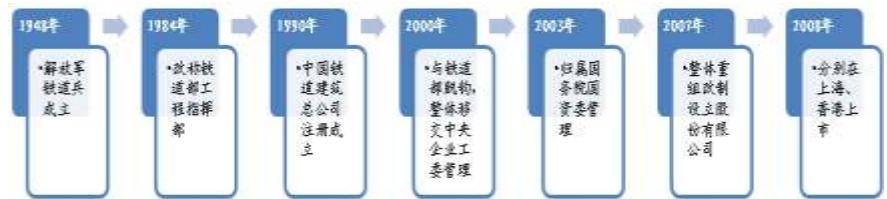
公司当前 PE 为 7 倍, PB 破净仅为 0.8 倍, 处于历史最低水平; 公司在建筑央企中目前估值最低。综合上述几个方面的估值, 介于公司的行业地位及交通强国战略的实施, 我们认为公司的合理估值区间应为 1 倍左右 PB, 8-9 倍 PE, 对应目标价 12.16-13.68 元, 相对于公司目前股价有超过 30% 溢价空间。维持“买入”评级, 建议现价买入, 布局 2020 年。

公司概况：铁道兵起家的基建龙头

源自铁道兵，稳居全球最大工程承包商前三

中国铁建股份有限公司（简称“中国铁建”）前身是铁道兵，最早组建于 1948 年，1989 年成立总公司，2000 年与铁道部脱钩转为中央企业，并于 2008 年分别在 A 股和 H 股（港股）上市，股票代码分别为 601186.SH 和 1186.HK。

图 4：公司历史沿革



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

全球最大工程承包商之一：公司是中国乃至全球最具实力、最具规模的特大型综合建设集团之一，2018 年《财富》“世界 500 强企业”排名第 58 位，“中国企业 500 强”排名第 14 位，“全球 250 家最大承包商”排名第 3 位，总资产规模超 9000 亿元。

图 5：公司是全球最大的工程承包商之一

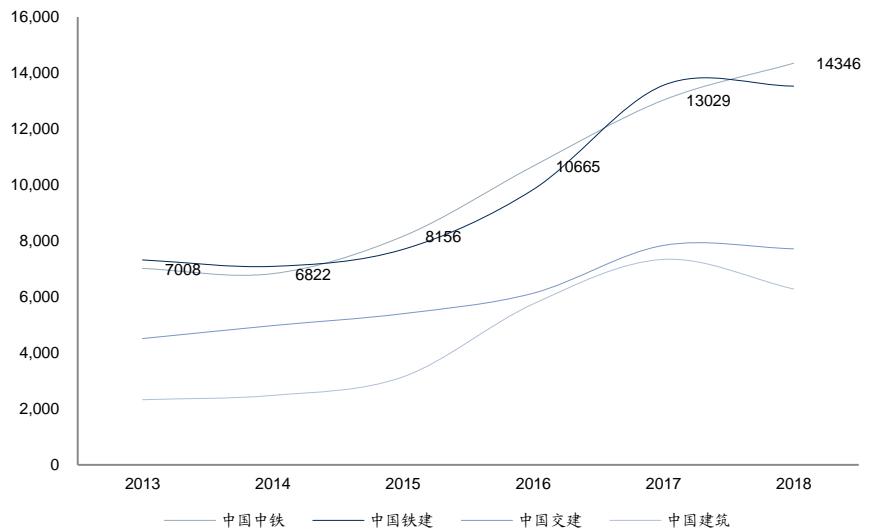


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

稳居基建龙头：公司是我国最大的铁路建设集团之一，参与建设了我国几乎所有的大型铁路建设项目；公司是我国最大的公路工程承包商之一，主要业务集中于高速公路和高等级公路的修建，尤其擅长修建难度大、技术标准高的公路桥梁和隧道；公司也是城轨建设、房屋建设和市政工程等领域的领军企业，并涉足水利水电、机场码头等绝大部分基础设施建设领域。

公司新签基建订单规模连续多年位居中国建筑企业前列，为基建领域龙头企业之一。

图 6: 公司新签基建订单规模稳居央企前列

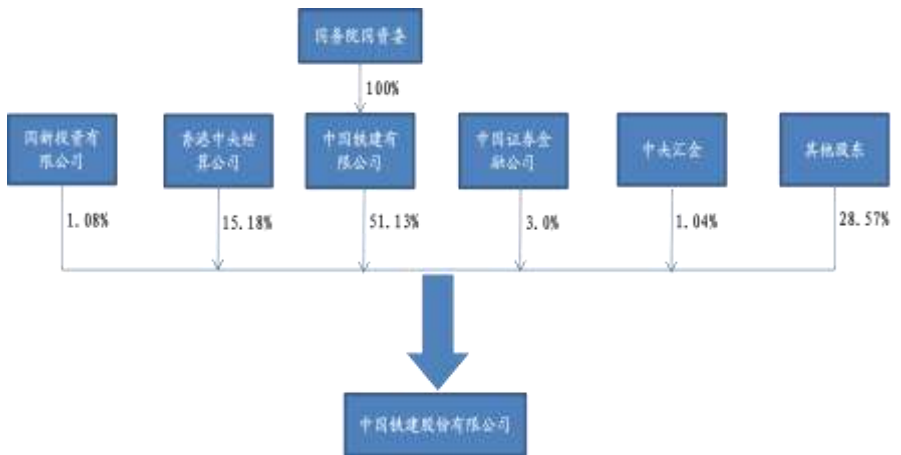


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

央企龙头, 技术优势明显

截至 2019 年二季度末, 公司控股股东为中国铁道建筑有限公司, 控股比例为 51.13%, 实际控制人为国资委。前十大股东中, 香港中央结算公司和中国证券金融公司分别持股 15.18%和 3.0%, 位列第二和第三大股东, 而中央汇金公司、国新投资等机构投资者持股比例在 1%以上。

图 7: 公司股权结构



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司攻克了勘察、设计、修建青藏铁路面临的高原多年冻土、生态脆弱、高原缺氧三大技术难题, 在高原、高寒、高速铁路设计施工技术领域已经稳居世界领先水平。同时, 公司大直径全断面硬岩隧道掘进机、双护盾硬岩隧道掘进机等地下工程装备填补了国内空白, 窄轨捣固车、窄轨配碴整形车等大型养路机械已达到国际领先水平, 并且实现了出口。地下水下工程建设、磁悬浮工程建设、四电系统集成等技术达到行业领先水平。

表 5: 公司技术优势明显

技术领域	核心技术优势	代表项目或作品
铁路	在高原、高寒、高速铁路设计施工技术领域稳居世界领先水平	青藏铁路
公路	擅长修建难度大、技术标准高的公路桥梁和隧道	武深高速
桥梁和隧道	可以承建各种结构形式的桥梁，部分隧道及地下工程处于国内领先乃至世界领先水平	“东热西送”穿越黄河隧道工程
城轨建设	参与了上百个城轨项目的勘察、设计、建设	南京地铁S7宁溧线
勘察设计	旗下拥有五家最高资质等级的大型工程设计研究院	蒙特铁
工业制造	养路机械主力产品国内市场占有率80%以上，掘进机械国内市场占有率行业第一	大直径全断面硬岩隧道掘进机
磁悬浮工程	攻克了磁悬浮商业运营线高精度轨道梁制造安装关键技术，成为世界上第一家拥有该关键技术的企业	上海磁悬浮专线

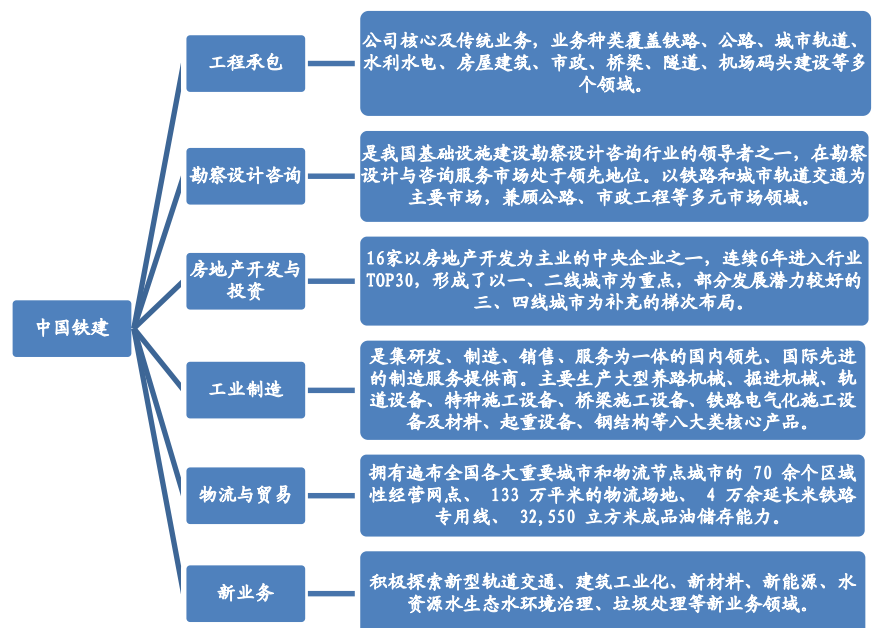
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

业务贯穿产业链上下游，坐拥五大千亿级工程市场

公司业务贯穿建筑工程产业链上下游，涵盖工程承包、勘察设计咨询、房地产、投资服务、装备制造、物资物流、金融服务以及新兴产业。经营范围遍及全国32个省、自治区、直辖市和香港、澳门特别行政区，以及世界116个国家。已经从以施工承包为主发展成为具有科研、规划、勘察、设计、施工、监理、维护、运营和投融资完整的行业产业链，具备了为业主提供一站式综合服务的能力。

具体来看，公司工程承包业务在铁路、公路、城轨、房建、市政五个细分领域新签订单规模均达2000亿，有七个集团公司承揽突破千亿，勘察设计稳步增长，地产去库存明显，装备制造取得突破，物流贸易及金融服务发展迅速。

图 8: 公司六大核心业务板块



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

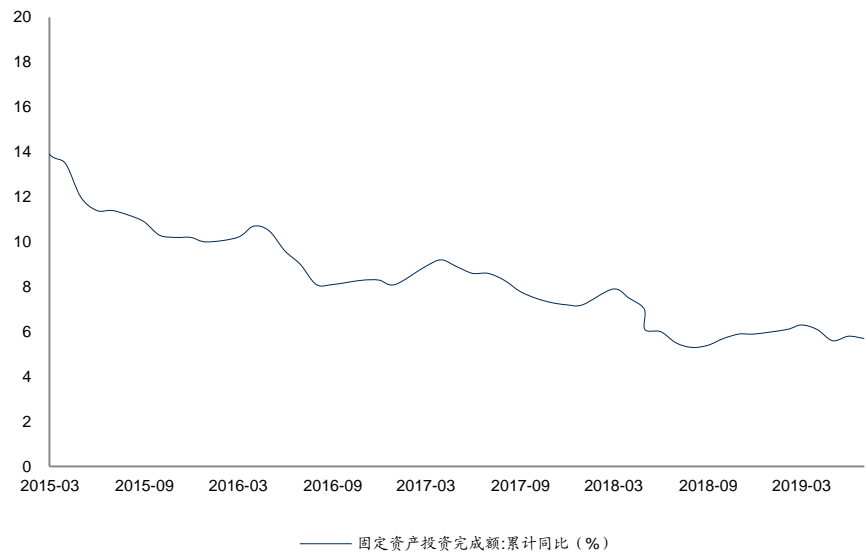
融资渠道扩张，基建投资触底回升，交通运输空间大

经济下行压力犹在，基建投资不及预期

固定资产投资增速有所下滑，稳增长不及预期

2019年1-8月，固定资产投资增速为5.5%，比2018年下滑0.4pct。当前中国经济处在换挡改革的关键时期，固定资产投资对经济稳增长的作用至关重要，投资数据的低迷无疑为下半年增加了经济下行的不确定性压力。

图9：今年以来固定资产投资数据不及预期

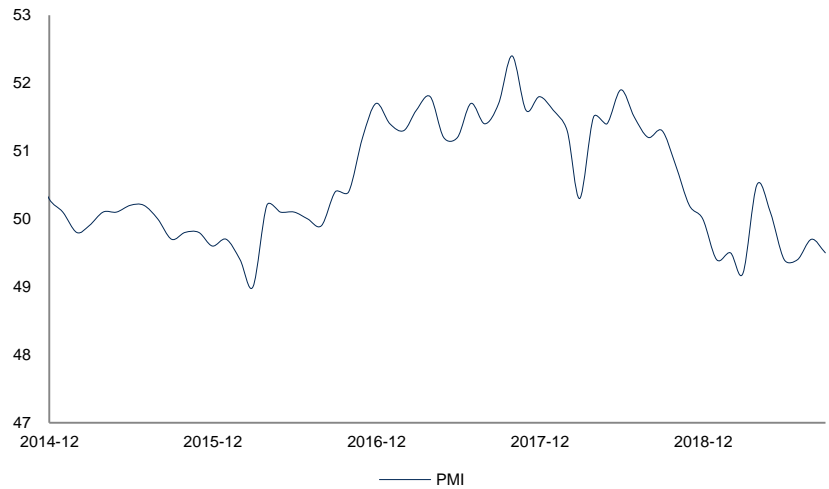


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

制造业下滑就业压力显现，稳就业政策有望推进

受全球经济下行和中美贸易摩擦导致的外需拖累，截至2019年8月底PMI指数为49.5，连续四个月跌破荣枯线。

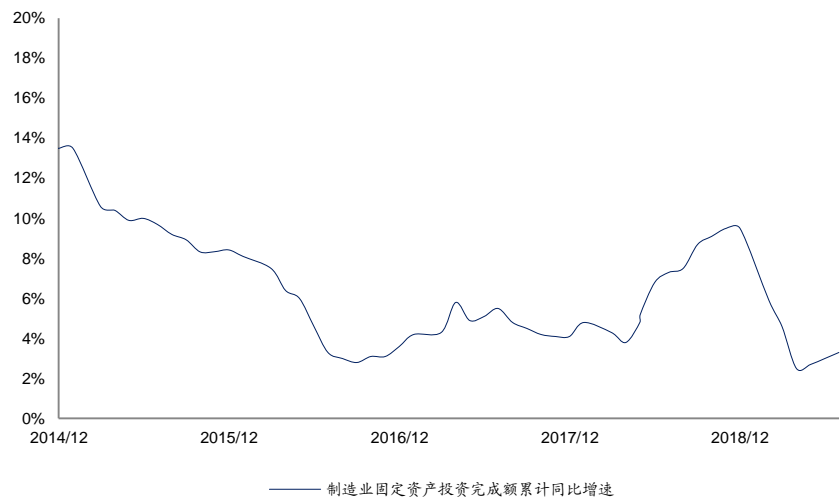
图 10: PMI 指数仍在荣枯线以下



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

今年以来, 制造业投资增速从去年底 9.5% 的高点一路下滑至 2.5%, 创下近五年的新低。制造业投资在固定资产投资中的占比超过三分之一, 今年制造业投资的超预期下滑以及外部环境的恶化使得当前中国经济下行压力再次显现。

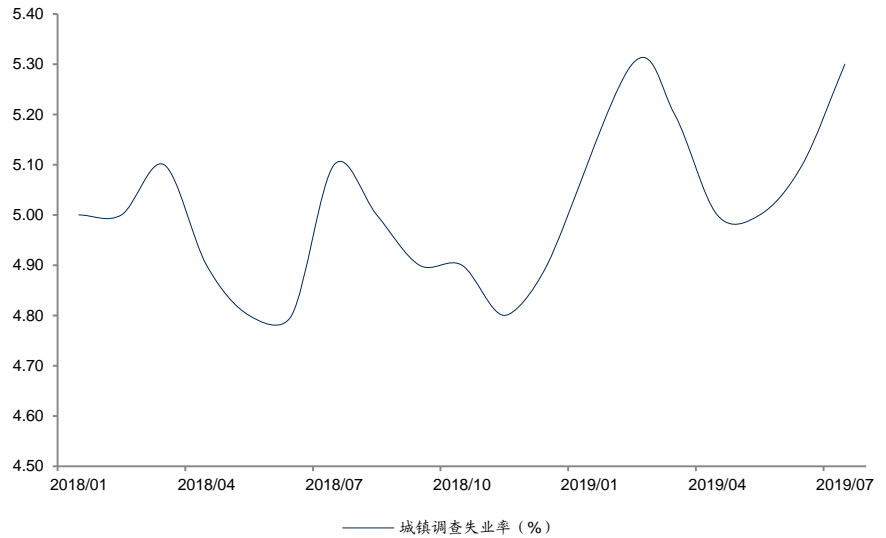
图 11: 今年制造业投资增速创下近五年新低



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

去年底就业问题就曾引起政府的高度关注, 中央经济工作会议把稳就业作为六稳的首位摆在了突出的位置。但 7 月份以来, 不乐观的宏观数据叠加高校毕业生集中就业问题使失业率面临再度回升的风险。

图 12: 城镇调查失业率有再度回升的风险



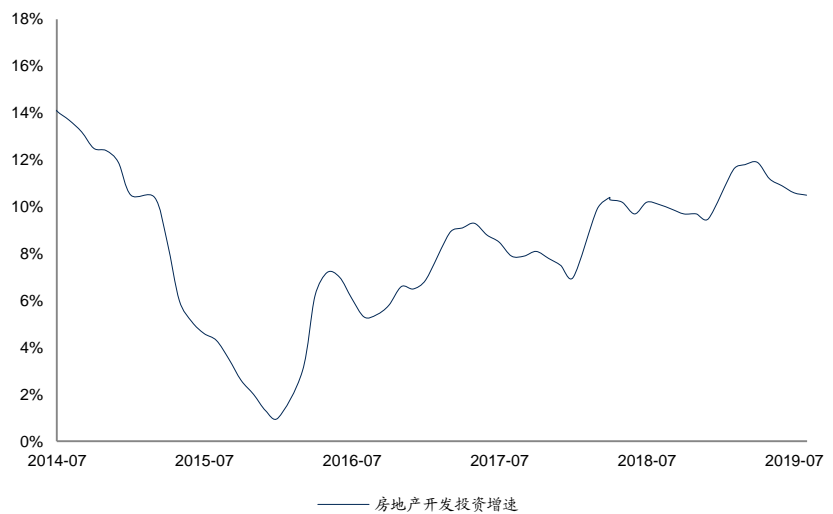
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

国务院办公厅 5 月 22 日下发通知, 成立国务院就业工作领导小组, 组长由国务院副总理担任, 六位副组长是来自人力资源和社会保障部、国家发改委、教育部等多部门的负责人。就业等民生问题的重要性愈发突出, 下一阶段“稳就业”政策或全面发力。

房地产销售难掩颓势, 投资高位回落不可避免

2019 年 1-8 月, 房地产开发投资增速为 10.5%, 环比下降 0.1pct, 目前虽仍处于相对高位但已连续四个月环比下降。

图 13: 房地产开发投资增速或继续高位回落

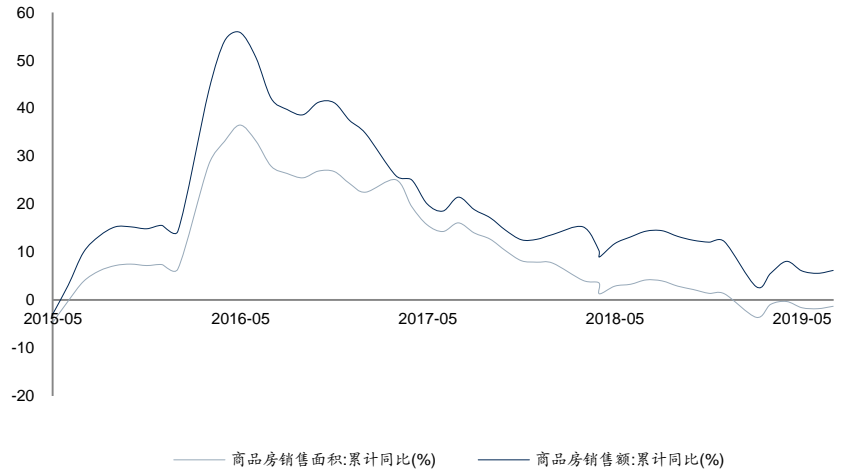


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

另一方面, 2019 年 1-8 月商品房销售面积和销售额累计同比增速仅为-0.6%和

6.7%，与 2016 年的高位相比下滑幅度较大。作为房地产景气度的先导指标，今年来房地产销售数据受到政策调控、消费供需波动等因素影响表现疲软，预示着未来房地产投资的高位回落或将持续。

图 14: 房地产销售数据依然低迷

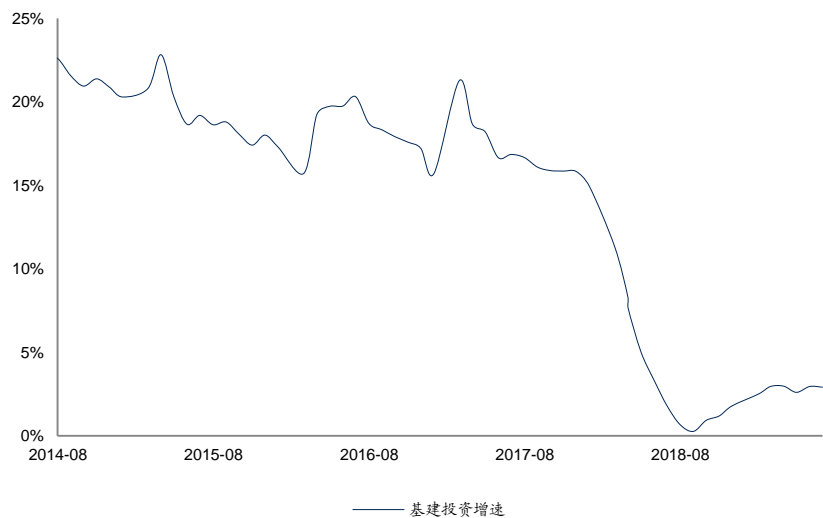


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

项目落地不及预期，当前基建投资仍处在低位

作为对冲经济下行的重要手段，今年以来基建投资表现低于预期。2019 年 1-8 月，基建投资（全口径）增速仅为 3.19%，去年底提升 1.4pct，我们认为基建投资低于预期的主要原因是重大项目的落地和进展较慢所致。纵向对比来看，当前基建投资增速为近十年的低位，随着逆周期调控政策逐步加码，未来基建投资有望发挥托底作用。

图 15: 今年基建投资仍处在低位，未来的提升空间较大



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

融资渠道扩张，专项债杠杆效应+多渠道融资有望撬动基建投资回升 PPP项目资本金的硬性要求给社会资本方带来较大的资金压力

目前大部分基建项目都是以 PPP 的模式进行的，而 PPP 资本金是指在项目总投资中，由社会资本方认缴的出资额（必须是实缴资本），对项目公司来说是非债务性资金，项目公司法人不承担这部分资金的任何利息和债务。

一般来说 PPP 项目的资本金占总投资的比例不得低于一定的水平，这个比例在政府发标时就已经确定了。根据国务院于 2015 年下发的《国务院关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》，规定了不同行业的 PPP 项目中社会资本方需要投入的最低资本金比例。

表 6：不同行业的 PPP 项目最低资本金比例

行业名称	最低资本金比例
钢铁、电解铝	40%
水泥	35%
煤炭、电石、铁合金、烧碱、焦炭、黄磷、多晶硅	30%
化肥（钾肥除外）、机场、港口、沿海及内河航运	25%
铁路、公路、城市轨道交通、玉米深加工	20%
保障性住房和普通商品住房	20%
其他房地产	25%
电力等其他	20%
平均	27%

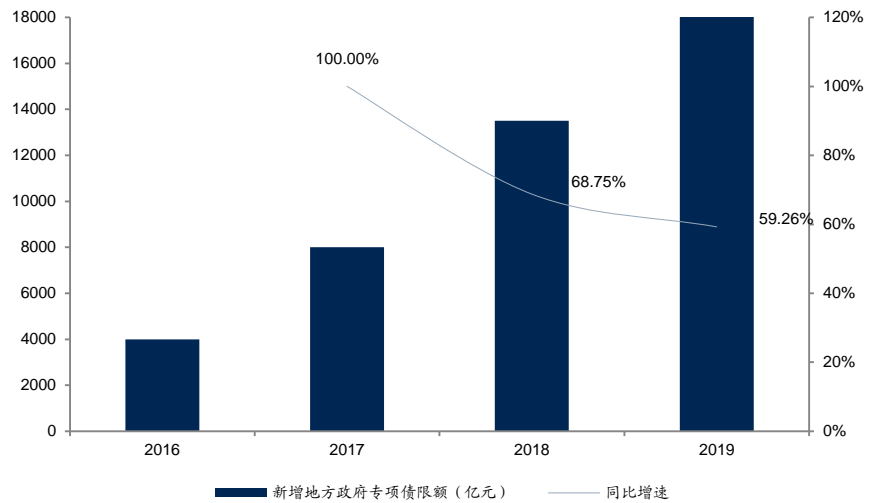
资料来源：《国务院关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》，国信证券经济研究所整理

目前大部分 PPP 项目的最低资本金比例在 20-30% 之间，由于 PPP 项目投资额较大，因此资本金的硬性要求对社会资本产生了资金压力，不利于提升社会资本参与 PPP 项目的积极性。

专项债发行规模大幅增加，发行使用进度有所加快

专项债券一般指地方政府为了筹集资金建设某专项具体工程而发行的债券，是地方政府开展基建的重要资金来源。近年来随着地方政府融资监管趋严，城投非标融资作为“后门”被堵死，地方政府债券则被当做“前门”逐渐打开，其中 2019 年新增专项债限额规模达到 2.15 万亿，同比大幅增长 59.26%。

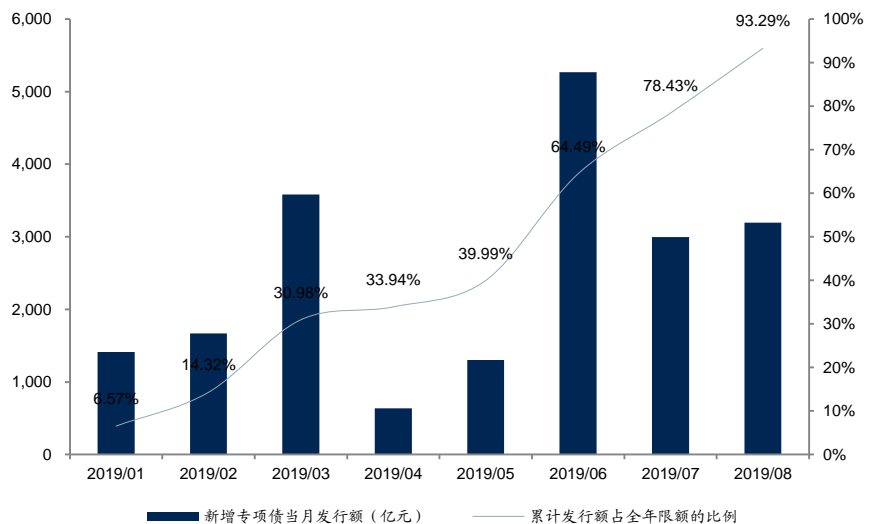
图 16: 近几年地方政府新增专项债发行限额



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

根据财政部的统计数据,截至 8 月底全国已累计发行新增地方政府专项债券 20057.47 亿元,占全年限额的 93.29%,按照 9 月 4 日国常会的指示,剩余的 6.71%将在 9 月底之前全部发行完毕,且之后国务院按规定还可提前下达明年专项债部分新增额度,以便年初即可发债融资,匹配项目资金需求,当前逆周期调控政策下专项债的发行使用进度明显加快。

图 17: 2019 年地方政府新增专项债累计发行额已达到全年限额的 93%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

专项债未来可作为资本金且使用范围逐步扩大,有望带动基建投资提速

6 月 10 日,中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》,提出地方政府专项债可以作为资本金参与项目投资,这意味着地方政府可以在 PPP 中适度增加杠杆,将极大缓解社会资本

的融资压力。此外，文件还鼓励银行、保险金融机构积极提供配套融资支持，鼓励项目单位发行公司信用类债券，进一步明确项目公司可采用多渠道筹措项目资本金，未来专项债+银行贷款+多渠道融资模式有望成为铁路、高速公路、城市轨道交通等重大项目的投融资模式。

表 7：不同情景下专项债撬动基建投资的测算

	新增专项债用于 基建的比例	新增专项债可用于基建 资本金的规模/万亿元	资本金比例	资本金撬动的基建投资占 2018 年基建投资的 /万亿元 比例	
乐观	80%	0.344	25%	1.376	7.64%
中性	50%	0.215	25%	0.86	4.78%
悲观	20%	0.086	25%	0.34	1.91%

资料来源：国信证券经济研究所整理及预测

以往专项债主要投向土地储备和棚改，用于基建的占比只有 20%左右。9 月 4 日国常会上提出将专项债的使用范围进一步扩大，其中铁路、轨道交通、城市停车场等交通基础设施以及水电气热等市政和产业园区基础设施为重点支持领域，并明确不得用于土地储备和房地产相关领域以及可完全商业化运作的产业项目。假设明年新增专项债限额与今年持平，即 2.15 万亿，如果其中投向基建的专项债占比提高至 80%且其中 20%可用作资本金，新规预计可带动明年基建投资 7%至 8%的增速。

项目落地有望加快，铁路、公路、轨交等交通投资增长明显

各省交通计划总投资近 3 万亿，项目储备充足

根据不完全统计，全国共有 28 个省/自治区/直辖市发布了 2019 年交通投资计划（包括公路、铁路、水路等各类交通设施），总投资达到 29327.4 亿，涉及川藏铁路、京张铁路等重点工程。其中四川、广西等 8 省的投资计划超千亿，四川更是以 5700 亿的投资计划冠绝全国。

投资计划超千亿的省份主要集中在西南地区和江浙、广东等东部沿海地区，其中西南地区整体基础设施薄弱，是本轮基建补短板的重点，今年将加大投资；而东部发达地区由于持续人口净流入，经济的快速发展催生出交通基础设施的建设需求。

表 8: 2019 年全国 28 省/自治区/直辖市的交通投资计划 (转下表)

省/自治区/直辖市	计划投资 (亿元)	重点工程
山东	约 900	郑济高铁、雄商高铁、潍烟高铁、鲁南高铁菏泽至兰考段, 京沪高铁二通道、济南至滨州、莱西至荣成等高铁
河北	900	北京大兴国际机场北线高速廊坊段和国道 G105 京冀交界路段, 京秦高速遵化至秦皇岛段, 京雄高速、荣乌高速新线和容易、安大公路
湖北	900	汉十高铁、蒙华铁路湖北段, 黄冈至黄梅高铁、武汉至仙桃城际铁路, 沿江高铁湖北段、西安至十堰高铁湖北段、宜昌至郑万高铁联络线
广西	1100	钦州至北海改扩建、贺州至巴马高速公路, 钦州东航道扩建二期工程、贵阳至南宁高铁、南宁国际空港综合交通枢纽
四川	5700	南达万、成自宜高铁和川藏铁路雅安至林芝段、汉巴南等铁路, 马尔康至青海久治、资阳至重庆潼南、广安至陕西镇巴、宜宾至云南威信、绵阳至九寨沟、宜宾至攀枝花高速公路
云南	约 2600	渝昆高铁, 玉磨、大瑞、丽香、大临等铁路
西藏	548	拉林铁路, 国道 109 线那曲至拉萨、国道 219 线萨嘎至朗县
甘肃	771	景泰至中川机场、平凉至天水、甜水堡至永和、武都至九寨沟高速公路, 兰州新区至兰州、兰州北绕城东段高速公路
山西	434	大张高铁、太焦高铁, 雄安至忻州高铁, 右玉至平鲁、阳城至蟒河高速公路, 临猗黄河大桥及引线工程、运三高速三门峡公铁黄河大桥
河南	566	设柴川至卢氏高速公路, 郑州高铁南站枢纽和三洋铁路河南段, 郑济高铁濮阳至济南段
北京	2354	大兴国际机场高速公路, 轨道交通新机场线一期, 京张铁路, 轨道交通新机场线北延、11 号线西延
天津	104.3	天津至北京新机场联络线, 京滨、京唐铁路, 京沪高铁二通道、津承城际项目, 津石高速、津歧公路
内蒙古	400	包茂高速包头—东胜改扩建工程、二广高速苏尼特右旗—化德、绥满高速海拉尔—满洲里, 大饭铺—龙口高速公路
辽宁	100	朝凌高铁, 沈白客专, 沈阳机场二跑道、大连新机场
江苏	1370	宁淮、北沿江、通苏嘉甬、沪苏湖铁路, 沪通铁路长江大桥、五峰山长江大桥、南京五桥, 连云港至宿迁高速公路
浙江	2600	沪嘉甬铁路、杭温铁路、金甬舟铁路、杭绍甬智慧高速公路、铁路杭州西站枢纽
吉林	284.1	集安至通化、辽源至东辽、吉林至机场改扩建、榆树至松原高速公路
陕西	650	银川至西安、西安至延安高铁, 绥德至延川、蒲城至黄龙高速公路蒲城至白水段
湖南	500	益南、长益复线、龙琅高速公路, 渝怀复线、张吉怀、常益长铁路
安徽	约 770	合肥—新沂高铁和巢湖—马鞍山、淮北—宿州—蚌埠城际铁路, 池州长江公路大桥, 铜陵长江公铁大桥、合肥—周口高速公路
福建	850	莆炎高速福州至三明段, 厦蓉高速漳州至龙岩段, 国道 356 木兰大道三期, 省道 219 漳平芦芝至和平段
江西	560	昌吉赣客专、蒙华铁路, 大广高速南康至龙南, 都九高速鄱阳湖二桥

资料来源: 各地方政府交通运输部门、政府工作报告, 国信证券经济研究所整理

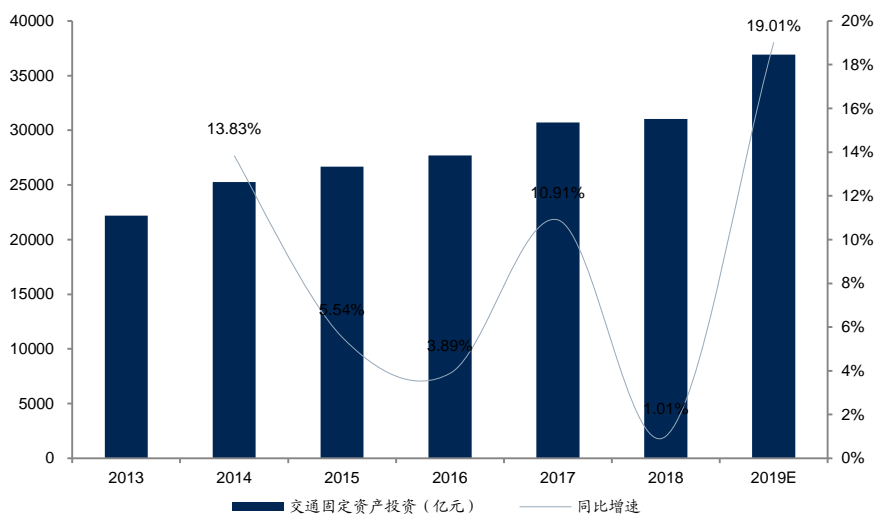
表 9: 2019 年全国 28 省/自治区/直辖市的交通投资计划 (接上表)

省/自治区/直辖市	计划投资 (亿元)	重点工程
黑龙江	470	京哈高速拉林河至哈尔滨段、鹤大高速佳木斯过境段、绥满高速卧里屯至白家窑段、绥化至大庆高速公路, 佳木斯至鹤岗提速改造、铁力至伊春客专, 哈尔滨至绥化至铁力客专
宁夏	120	银西高铁、包银高铁、中兰高铁、宝中铁路, 京藏高速改扩建
广东	1200	虎门二桥、汕(头)湛(江)高速清远至云浮段, 宁莞高速潮州东联络线, 莲花山通道
贵州	1200	贵阳至成都、安顺至六盘水等高速铁路, 建成高速公路 500 公里以上
新疆	526	G30 线乌鲁木齐—奎屯、大黄山—乌鲁木齐改扩建, G7 线伊吾—巴里坤高速公路、G0711 线乌鲁木齐—库尔勒(尉犁)高速公路
重庆	850	渝万高铁、渝西高铁和渝昆高铁, 潼南至荣昌高速公路
总计	29327.4	

资料来源: 各地方政府交通运输部门、政府工作报告, 国信证券经济研究所整理

2019 年各地区交通计划总投资 29327.4 亿中包括了几乎全部的公路水路投资和地方铁路投资, 我们假设今年国家铁路投资与去年持平, 即 7600 亿, 则可以近似估计出今年全国交通固定资产投资为 36927 万, 比 2018 年增长 19%。

图 18: 2019 年全国交通固定资产投资有望迎来高增长



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

铁路投资中央主导确定性强, 川藏铁路有望加快推进

中国目前拥有超过 12.1 万公里的铁路运营里程, 铁路是我国交通领域的重要基础设施, 近年来随着各地高铁建设规划落地, 铁路投资需求一直不减。根据《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》(简称“十三五”交通运输规划), 到 2020 年, 铁路运营里程将达到 15 万公里, “十三五”期间将新增 2.9 万公里, 固定资产投资规模在 3.6-3.9 万亿左右, 年平均投资额在 8000 亿左右。

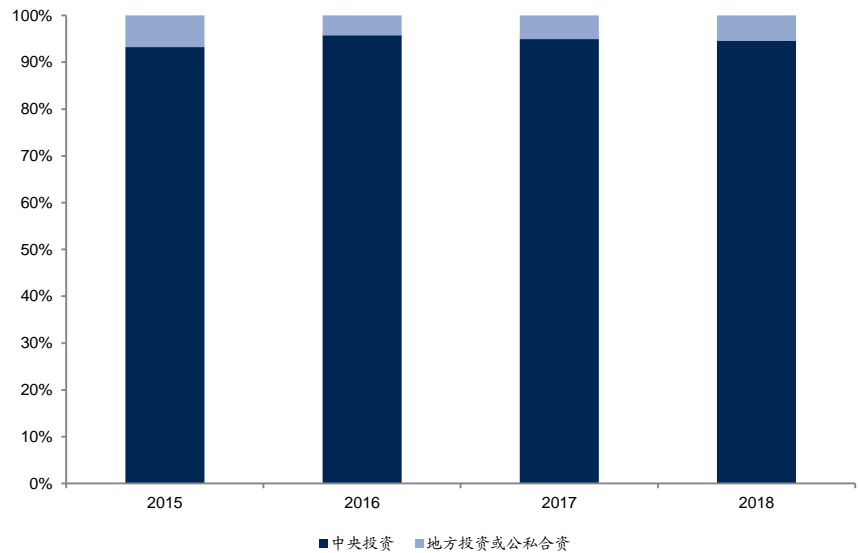
表 10：“十三五”期间，铁路的平均年投资额约为 0.8 万亿

项目	“十三五”新增里程 (万公里)	造价 (亿元/公里)	固定资产投资规模 (万亿元)	年平均固定资产投资 规模(万亿元)
普通铁路	1.8	0.5-0.6	0.9-1.08	0.18-0.22
高铁	1.1	2.5-2.6	2.75-2.86	0.55-0.57
合计	2.9	---	3.65-3.94	0.73-0.79

资料来源：wind，国信证券经济研究所分析预测

相比于地方政府投资占比较大的公路项目，铁路投资主要由中央政府主导，近几年中央政府投资占全国铁路总投资的 95%左右，地方政府投资或者公私合资的铁路份额占比很低。铁路投资的资金来源保障高，确定性较强，因此每轮基建周期中铁路投资往往扮演着先行者的角色。

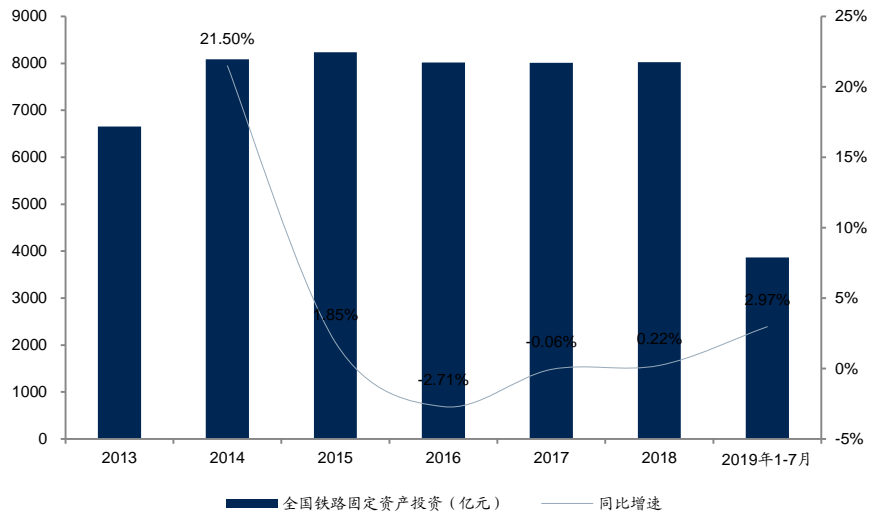
图 19：铁路投资主要由中央政府主导



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

今年 1 月初中铁总召开工作会议，提出 2019 年的工作目标：全国铁路固定资产投资保持强度规模，确保投产新线 6800 公里，其中高铁 3200 公里，并集中全力办好规划建设川藏铁路。2019 年 1-7 月实际完成铁路投资 3868 亿，同比增长 2.97%，增速比 2018 年提升 2.75pct。在 2019 年财政积极的政策下，中央预算支出的资金依然充足，我们预计全年铁路投资有望继续超 8000 亿。

图 20: 近几年铁路投资均不低于 8000 亿, 2019 年 1-7 月增长有所提速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

近期在国务院新闻办举行新闻发布会上, 四川省委书记、省人大常委会主任彭清华表示, 川藏铁路建设将加快推进。目前川藏铁路成都至雅安段已经通车, 拉萨至林芝段正在建设中, 下一步要攻克的是难度最大的雅安至林芝段, 全长大约 1300 公里。

图 21: 川藏铁路规划路线图



资料来源: 交通运输部, 国信证券经济研究所整理

川藏铁路是国家“十三五”规划的重点项目, 总投资将达到 2700 亿元。公司在“青藏铁路”的建设过程中积累了丰富的经验, 形成了在高原、高寒、高速铁路领域的独有设计施工技术, 在川藏铁路成雅段和拉林段的施工建设中, 公司也是最主要的承包商, 因此随着雅安至林芝段的开工提上日程, 公司有望最先受益并成为最大的工程承包商之一。

表 11: 川藏铁路各路段投资建设情况

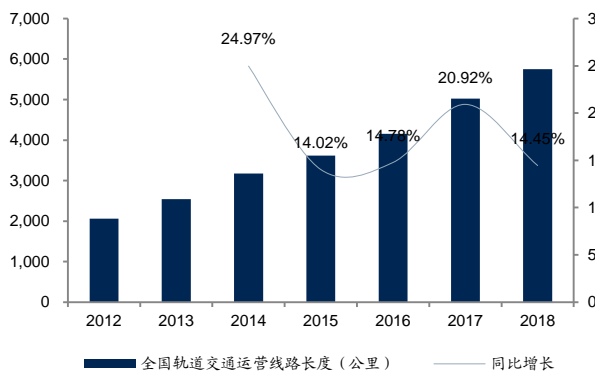
路段	开工时间	线路总长	预计总投资	主要承建单位
成都-雅安	2014 年底	41.184km	约 314 亿	中铁二局、八局 (中国中铁) 中铁十二局 (中国铁建) 水电五局 (中国电建)
拉萨-林芝	2014 年底	403.11km	约 366 亿	葛洲坝 中铁一局、二局、五局、九局、 电气化局 (中国中铁) 中铁十一局、十五局、十七局、 十八局、十九局、港航局 (中 国铁建)
雅安-林芝	待定	1298.092km	约 2000 亿	待定

资料来源: 发改委, 国信证券经济研究所整理

轨道交通获批项目有望加速落地, 或迎来新一轮刺激

近几年, 我国轨道交通一直处在快速发展的过程中。截至 2018 年, 我国运营的轨道交通线路达 5747 公里, 同比增长 14.45%, 近五年的 CAGR 达到 17.75%; 已开通轨道交通的城市达到 36 个, 在建城市 43 个, 在建长度达 6246 公里。2017 年底, 受内蒙古包头地铁项目被叫停以及防范地方系统性债务风险影响, 发改委曾一度暂停了轨道交通建设规划审批工作。直到 2018 年 7 月, 规划审批工作才重新启动。

图 22: 我国轨道交通运营线路长度持续保持快速增长



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 23: 我国开通轨道交通的城市数量持续增长



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

重启轨交审批后, 发改委在一年内先后审议并通过了长春、苏州、南京、杭州、济南、重庆、上海等地的轨道交通建设规划, 项目总投资近万亿元。伴随着轨交项目的批复, 接下来新项目将密集开工, 未来几年获批项目投资将加速落地。

表 12: 发改委重启轨道交通审批以来的获批项目

时间	项目	总投资(亿元)
2018年7月	长春市第三期城市轨道交通建设规划	787.32
2018年8月	苏州市城市轨道交通第三期建设规划	950.00
2018年8月	成都市城市轨道交通第四期建设规划(初审通过)	--
2018年10月	南京至句容城际轨道交通工程	209.75
2018年11月	杭州市城市轨道交通第三期建设规划(增加投资)	577.6
2018年11月	济南市城市轨道交通第一期建设规划(增加投资)	229
2018年12月	重庆市城市快速轨道交通第三期建设规划(2018~2023年)	455.7
2018年12月	上海市城市轨道交通第三期建设规划(2018~2023年)	2983.48
2018年12月	武汉市城市轨道交通第四期建设规划(2018-2024年)	1469.07
2019年3月	郑州市城市轨道交通第三期建设规划(2019-2024年)	1138.94
2019年6月	西安市城市轨道交通第三期建设规划(2018-2024年)	968.5
2019年7月	洛阳市城市轨道交通2号线一期工程	143.94
2019年7月	石家庄市城市轨道交通第二期建设规划(2020-2025年)部分线路	446.36

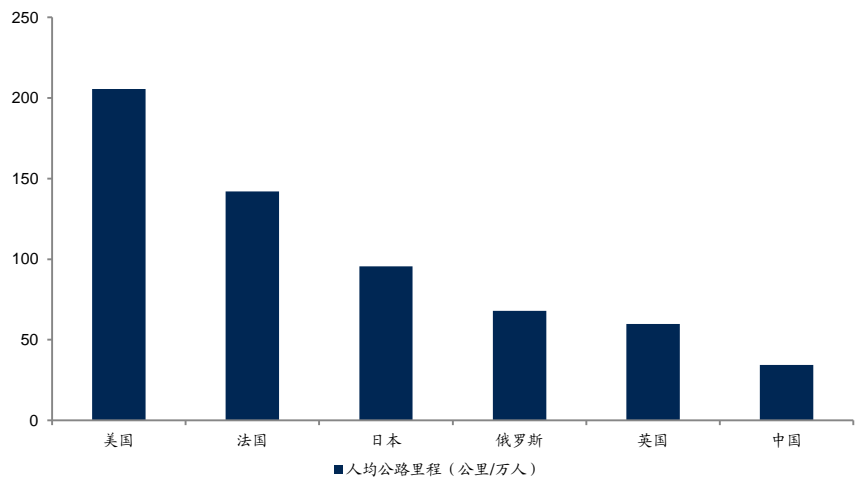
资料来源: 发改委, 国信证券经济研究所整理

公路建设空间巨大, “十三五”交通扶贫公路是重点

中国人均公路里程与发达国家相比差距较大, 国内各地区发展不平衡

截至 2018 年底, 中国目前已经投入使用的公路总里程大约为 477.35 万公里, 在全世界范围内仅次于美国。但另一方面, 中国的人均公路里程大约仅有 34.34 公里/万人, 而美国的人均公路里程大约为 205.65 公里/万人, 与日本、英国等其他发达经济体相比, 中国的人均公路里程也存在一定的差距。

图 24: 中国的人均公路里程远低于美国等发达国家

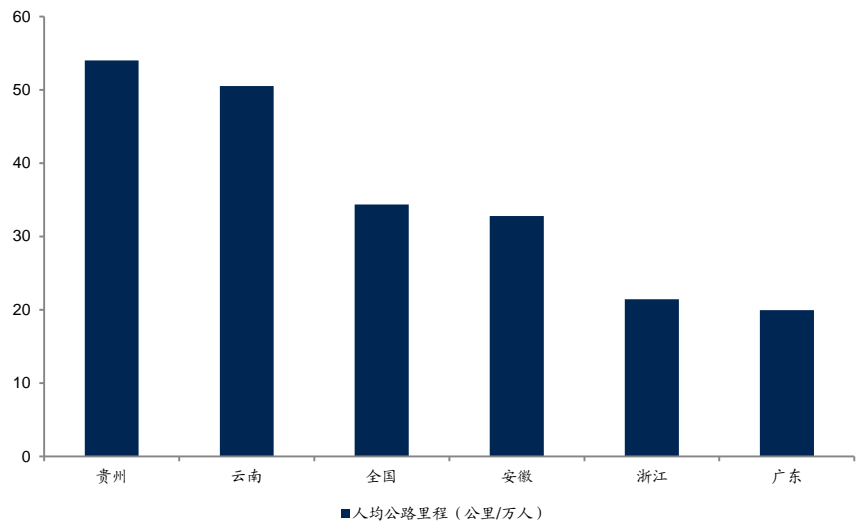


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从国内各地区的人均公路里程情况来看, 可以发现浙江、广东等经济较为发达的东部省份的人均公路里程明显低于西部地区, 而安徽等中部省份的人均公路里程则大致与全国平均值持平。因此, 尽管西部基础设施水平与东部相比整体

存在差距，但实际上东部地区对新建公路的经济性需求往往要大于西部地区。

图 25: 东部省份人均公里里程低于西部，中部与全国平均值大致持平



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

总的来说，中国大规模的公路建设也仅仅不到二十年，目前的公路覆盖水平与发达国家相比存在一定的差距，且国内各地区之间发展不平衡，存在结构性与经济性需求的矛盾。未来中国公路建设的空间依然十分广阔。

“十三五”规划聚焦交通扶贫，“公路审批权”下放提升项目批复效率

“交通扶贫”是国家“十三五”期间的重要战略规划，当前已经进入了最后的攻坚期，其中重点任务是对贫困地区交通进行改造和升级，其中有五项是关于路桥建设规划的内容，为路桥建设创造了广阔空间，也为路桥投资提供了强劲的动力。

表 13: “交通扶贫”的主要内容

六大项	内容
第一项	提级改造 1.6 万公里国家高速公路和 4.6 万公里普通国道
第二项	建设约 23 万公里的乡镇和建制村硬化路，到 2019 年，提前一年实现全国具备条件的建制村硬化路这个全面小康社会兜底性指标。建设约 10.8 万公里通村硬化路，解决较大人口规模撤并建制村和“直过民族”地区 20 户以上自然村的通畅问题
第三项	实施 30 万公里农村公路安保工程，加强农村公路上的安全生命防护工程建设和 1.5 万座危桥改造，对通客车村道上不符合安全通客车要求的窄路基路面合理进行加宽改造
第四项	建设约 3.2 万公里资源路、旅游路、产业园区路，进一步强化交通对产业扶贫的基础支撑作用，支持贫困地区特色产业发展
第五项	新增及改善航道里程 2600 公里，新增 80 个码头泊位，继续改善农村水网地区的渡运条件
第六项	持贫困地区改造建设县城老旧客运站 150 个、乡镇客运综合服务站 1100 个，实现具备条件的建制村通客车全覆盖。

资料来源: 国务院网站、国信证券经济研究所分析师归纳整理

2017年，国家发展改革委把部分投资交通项目审批权下放到省级政府，其中包含了列入国家批准的相关规划中的新建高速公路项目。审批权的下放提升了新建项目的批复效率，特别对地方政府新建高速公路比较有利。此外，财政部87号文鼓励土地储备专项债券和收费公路专项债券的试点，收费公路的融资行为获得政策支持。公路建设产业链审批端和融资端均受益。

表 14: 2017 年国家发展改革委下放政府投资交通项目审批权

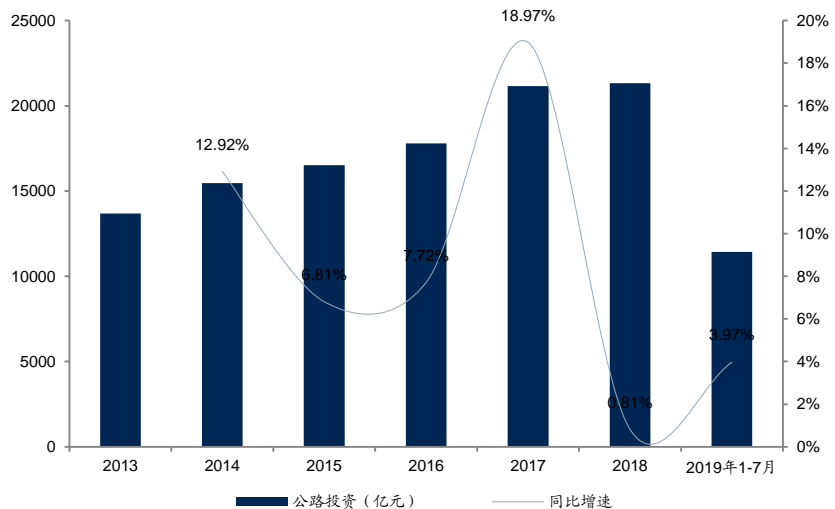
领域	审批事项范围
铁路	列入国家批准的相关规划中非跨省的新建（含增建双线）普通铁路项目，铁路总公司投资为主的由铁路总公司自行决定，地方和社会投资为主的由省级政府审批可行性研究报告，均通过投资项目在线审批监管平台报国务院投资主管部门备案。
高速公路	列入国家批准的相关规划中的新建高速公路项目，由省级政府审批可行性研究报告，通过投资项目在线审批监管平台报国务院投资主管部门备案。
独立公（铁）路桥 梁（隧道）	列入国家批准的相关规划中的跨 10 万吨级及以上航道海域、跨大江大河（现状或规划为一级及以上通航段）的独立公（铁）路桥梁（隧道）项目，由省级政府审批可行性研究报告，通过投资项目在线审批监管平台报国务院投资主管部门备案。
科研机构	列入国家批准的相关规划中的交通行业直属院校、科研机构等中央本级非经营项目（使用中央预算内投资 5,000 万元及以上项目除外），由行业部门审批可行性研究报告，通过投资项目在线审批监管平台报国务院投资主管部门备案。

资料来源：发改委、国信证券经济研究所分析师归纳整理

上半年公路投资提速，2019 年有望再创新高

2018 年累计公路投资达到 2.13 万亿，自 2017 年公路投资首次突破 2 万亿后，2018 年再次突破 2 万亿，同比增长 0.81%。2019 年在 PPP 融资回暖、地方政府专项债大规模增加、存量项目加速落地等推动下，1-7 月公路投资同比增长 3.97%，相比 2018 年提升 3.15pct，预计全年公路投资有望继续再创新高。

图 26: 近几年公路建设投资情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

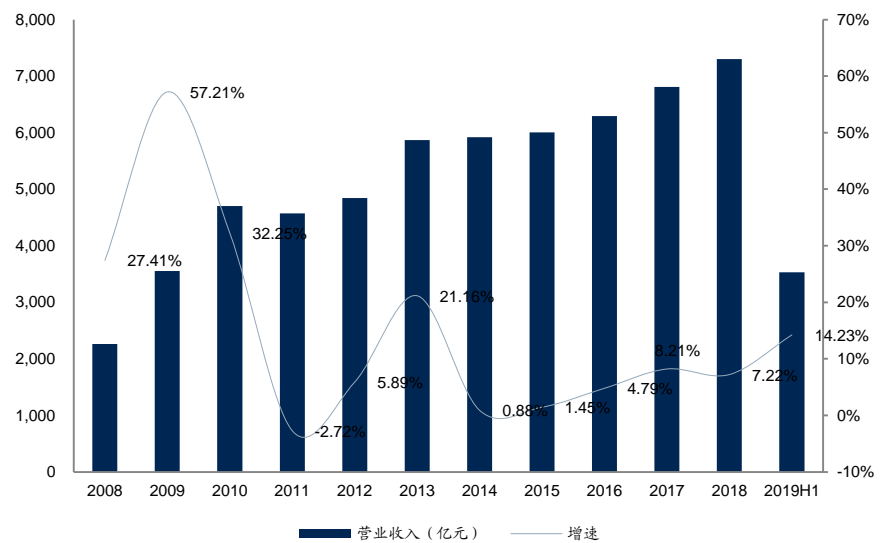
主业稳健，多元业务迸发活力

业绩稳中向好，现金流充裕

营收提速，利润稳中有升

公司自 2008 年上市以来，营收一直保持较快增长，其中 2008-2010 年和 2013-2014 年之间实现较快增长。2018 年，公司完成营业收入 7301.23 亿元，同比增长 7.22%，近几年增速稳中有增。2019 年上半年营收增长有所提速，实现营收 3529.35 亿，同比增长 14.23%。

图 27：公司 2019 年 H1 营收增长有所提速



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

公司第一次高速增长主要是受益于国家 4 万亿投资推动的铁路投资高增长，第二次高速增长是受益于国家新一轮的基建投资，铁路固定资产投资加码。近几年，随着公司市政工程业务的崛起，公司已由铁路工程巨头转型为综合工程承包商，主要的驱动力来自于公路和市政工程板块，对铁路固定资产投资的依赖度降低。

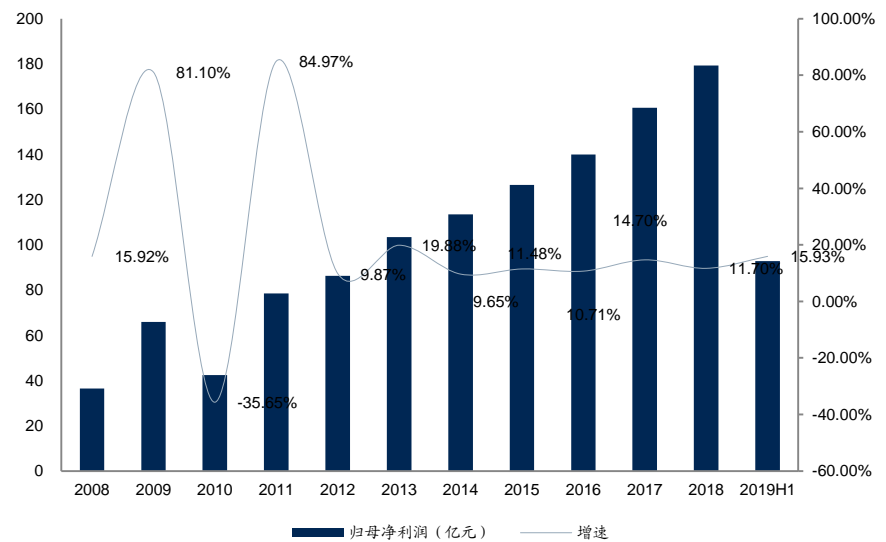
图 28: 全国铁路领域固定资产投资情况



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

在营收稳健增长的推动下,公司净利润水平平稳向上。2018 年实现归母净利润 179.35 亿元,同比增长 11.7%,保持较快增长。2019 年上半年有所提速,实现归母净利润 92.84 亿元,同比增长 15.93%。

图 29: 公司近几年的净利润增长平稳向上

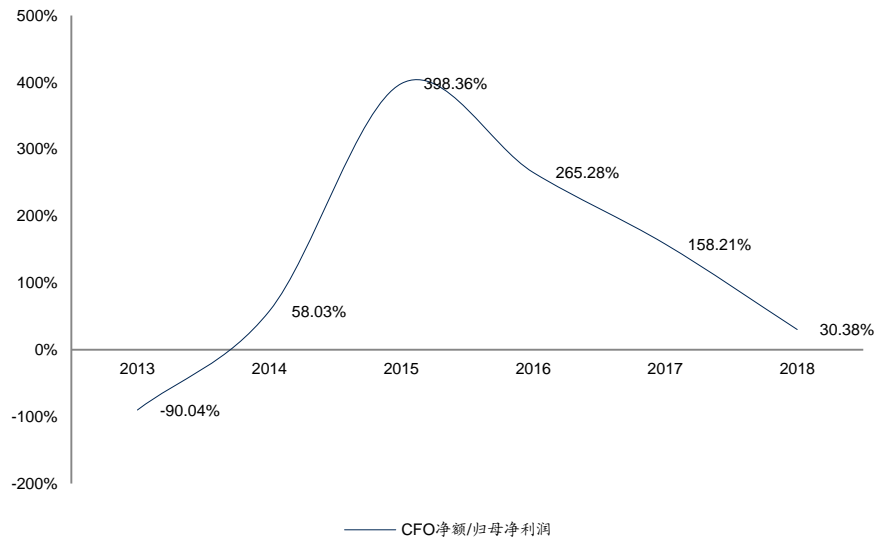


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

现金流较为充裕, 业务质量较好

近几年,在公司业务保持稳健增长的同时经营性现金流保持净流入,平均水平基本与净利润一致,业务质量较好。充足的现金流不仅能为公司的持续运营提供保障,而且能为公司拓展和布局新业务提供有力支撑。

图 30: 公司近几年的经营现金流净值基本与归母净利润水平一致



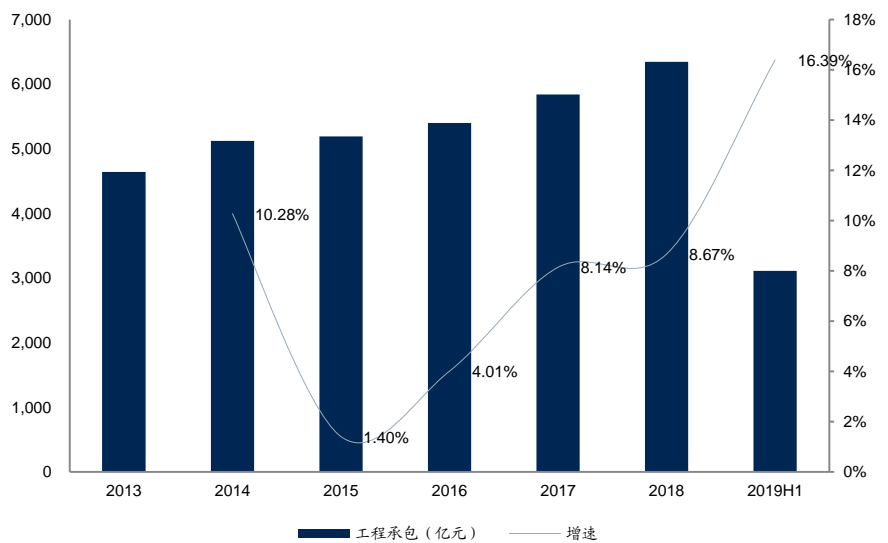
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

核心业务稳健, 多元业务迸发活力

基建、房建同步增长, 毛利率稳步提升

工程承包业务是公司的主营业务和核心业务, 近几年持续保持稳健发展。2018年工程承包业务完成营业收入 6347.48 亿元, 同比增长 8.67%。2019 年上半年持续提速, 实现收入 3109.69 亿, 同比增长 16.39%。

图 31: 公司工程承包业务保持稳健增长

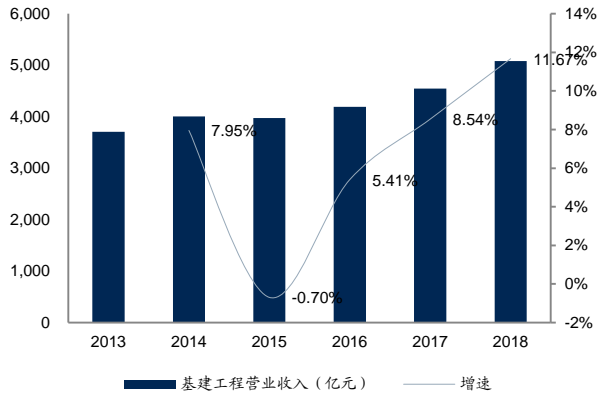


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

具体来看, 公司工程承包业务主要可以分为基建工程和房建工程两大类, 近几

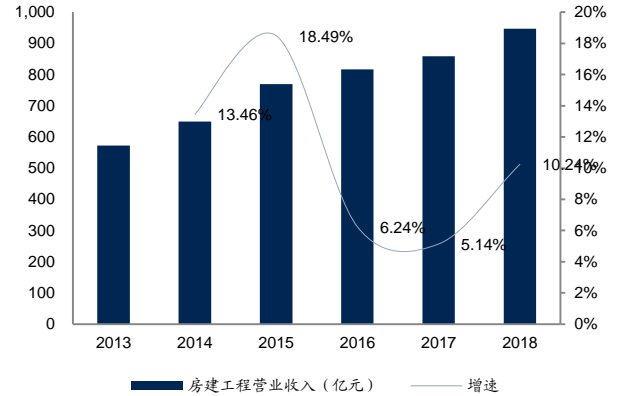
年两大类工程业务均保持稳健增长, 2018 年基建工程完成营业收入 5080 亿元, 同比增长 11.67%; 房建工程完成营业收入 947 亿元, 同比增长 10.24%。

图 32: 公司基建工程业务稳健增长



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 33: 公司房建工程业务稳健增长

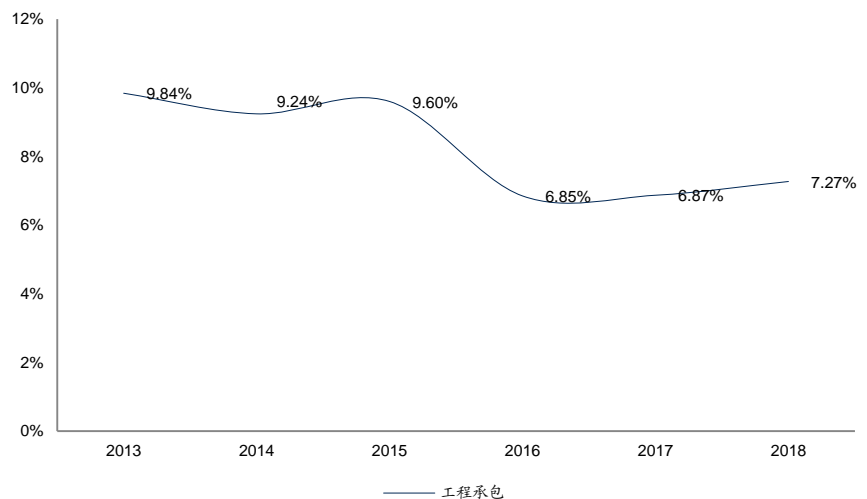


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

在业务稳健增长的同时, 公司工程承包业务毛利率也稳步提升, 其中 2016 年毛利率大幅下降主要是受营改增政策的影响, 对公司净利率和盈利能力没有实质性影响, 事实上, 剔除营改增影响后的毛利率一直是平稳向上。

2018 年毛利率为 7.27%, 同比提升 0.4pct, 我们判断公司毛利率改善的原因是工程承包业务结构的优化, 即毛利率较低的铁路业务占比下降, 毛利率较高的公路、市政业务占比提升。铁道部作为公司铁路领域的主要客户和监管单位, 公司的议价能力较弱, 毛利率低且提升空间有限; 而公路、市政等领域市场化竞争程度更高, 未来随着龙头集中度的提升毛利率有望持续改善。

图 34: 公司工程承包业务毛利率稳步提升

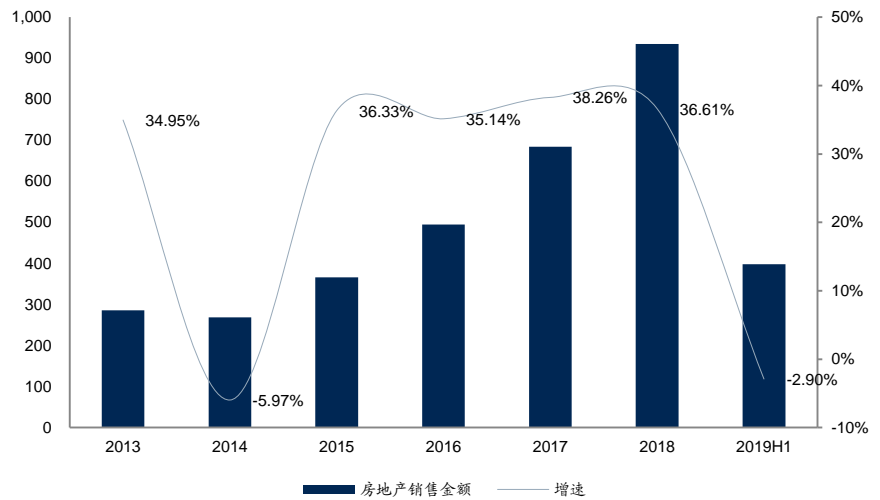


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

房地产市场降温，业绩有所回落

近几年，公司房地产销售持续保持高位增长，去库存明显。2018年，公司房地产业务销售金额934.55亿元，同比增长36.61%，近三年CAGR达到36.66%。2019年上半年由于房地市场景气度回落，且去年同期基数较高等因素，公司的房地产销售金额同比下降2.90%。

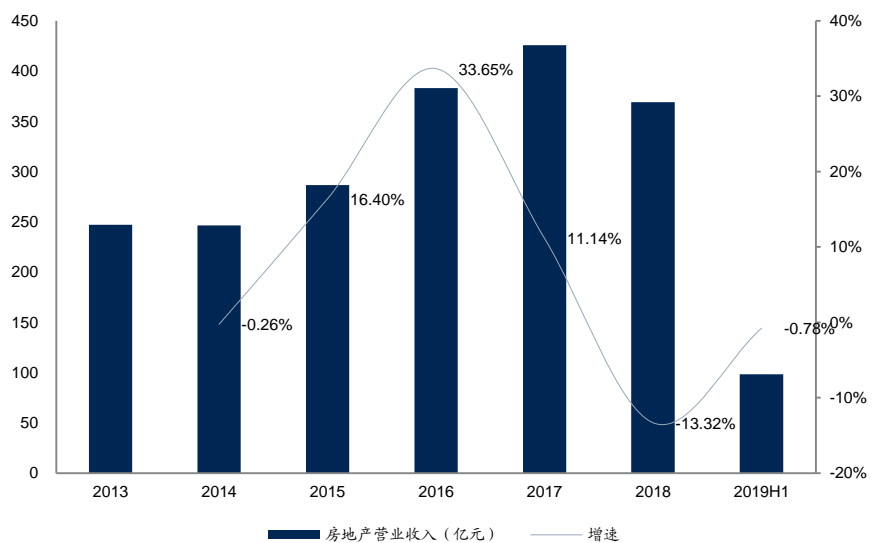
图 35: 公司房地产销售金额有所回落



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

从地产板块的营收来看，近几年增长较为平稳。2018年公司房地产完成营业收入369.14亿元，同比下滑13.32%，收入下滑的主要原因是去杠杆背景下项目进度滞后、新房交付延迟导致收入无法确认。2019年上半年实现收入98.35亿，同比下降0.78%，降幅逐步缩窄。

图 36: 公司房地产营业收入有望反弹

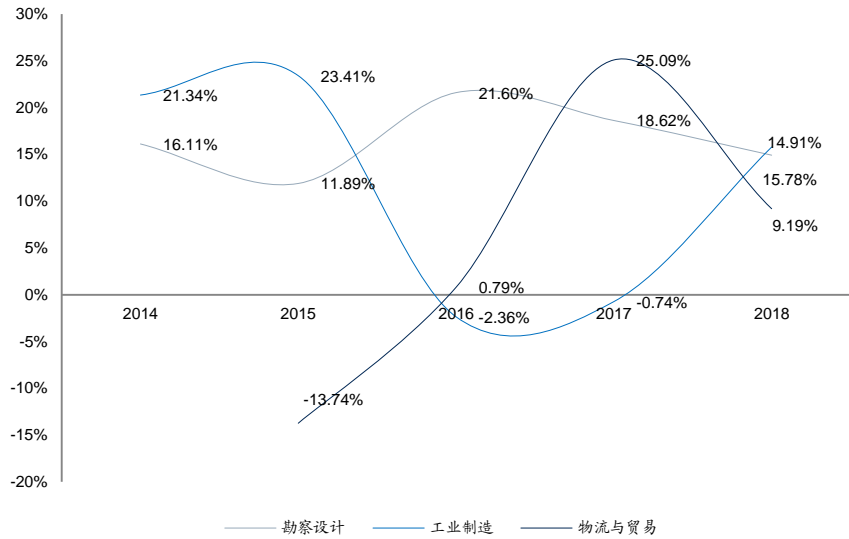


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

多元业务迸发活力，盈利能力持续提升

近几年，公司在主营业务保持稳健的同时，多元业务也保持较快增长，成为公司业绩增长的重要引擎。2018年公司勘察设计、工业制造、物流贸易业务分别完成营业收入167.06亿、164.82亿和646.07亿，分别同比增长14.91%、15.78%和9.19%。

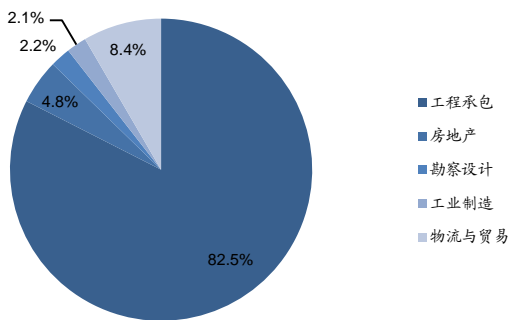
图 37：公司多元业务近几年营收增速



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

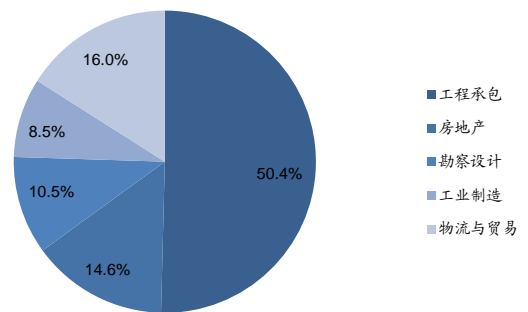
公司多元业务虽然营收比重比较少，体量远小于工程承包业务，但受益于多元业务的高盈利能力，公司接近一半的净利润来自于房地产、勘察设计等多元业务。2018年，公司非主营业务合计只贡献了17.5%的营业收入，但却贡献了49.6%的净利润。

图 38：公司多元业务占营收比重比较低



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 39：公司多元业务贡献净利润比重大

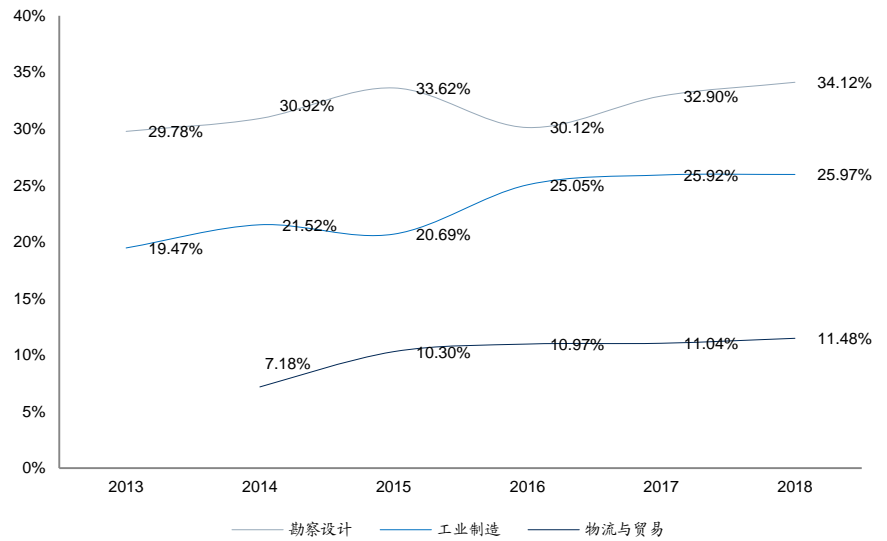


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

具体来看，勘察设计、工业制造、物流贸易三项多元业务的盈利能力在持续改善，毛利率水平持续提升，迸发出较强的发展活力。2018年，勘察设计业务的毛利率为34.12%，同比提升1.22pct；工业制造毛利率为25.97%，同比提升

0.05pct; 物流贸易毛利率为 11.48%，同比提升 0.44pct。

图 40: 公司工业制造等多元业务毛利率水平稳中有升



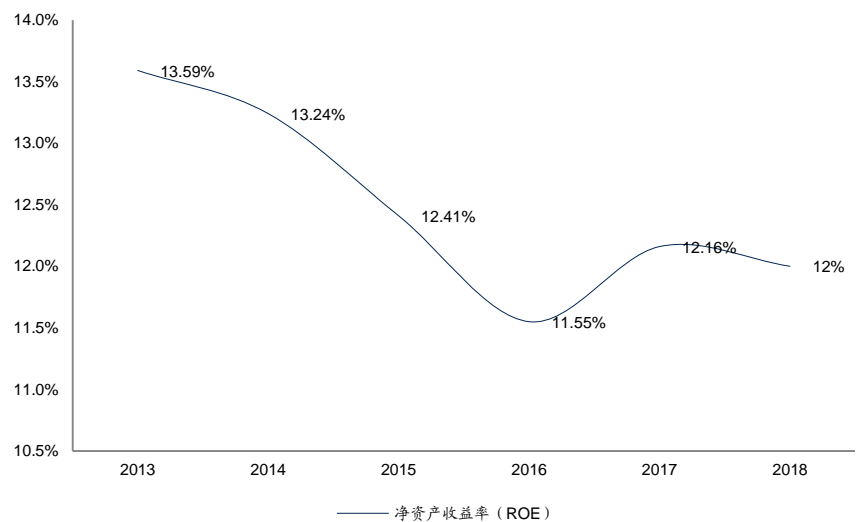
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

基本面良好，财务指标全面优化

盈利能力稳中有升，经营效率持续优化

在业绩向好和业务结构优化的同时，公司盈利能力也稳中向好。2018 年，公司净资产收益率为 12%，同比小幅下降 0.16pct。

图 41: 公司的净资产收益率稳中有升



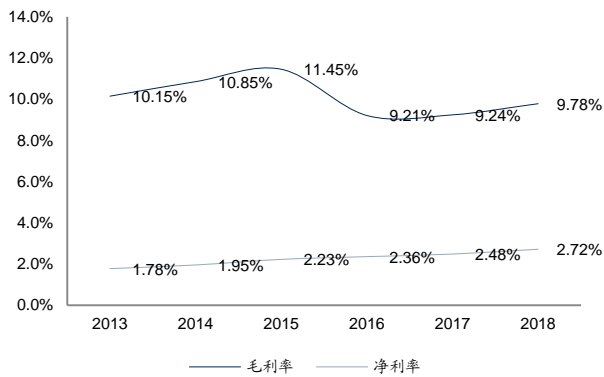
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

从毛利率和净利率的情况来看，公司毛利率稳中有升，净利率持续提升。2018

年公司综合毛利率为 9.78%，同比提升 0.54pct；公司净利率为 2.72%，同比提升 0.24pct，连续 6 年实现优化。

公司毛利率的提升主要来自于业务结构的优化，净利率的持续优化是因为经营效率的持续改善。近几年，公司的期间费用保持平稳，2018 年为 5.31%，同比提升 0.4pct。具体来看，管理费用率提升 0.12pct 至 3.95%，销售费用率下降 0.06pct 至 0.61%，财务费用率因为利息费用的增长提升 0.34pct 至 0.76%。

图 42: 公司毛利率企稳回升，净利率持续优化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 43: 公司期间费用率保持平稳

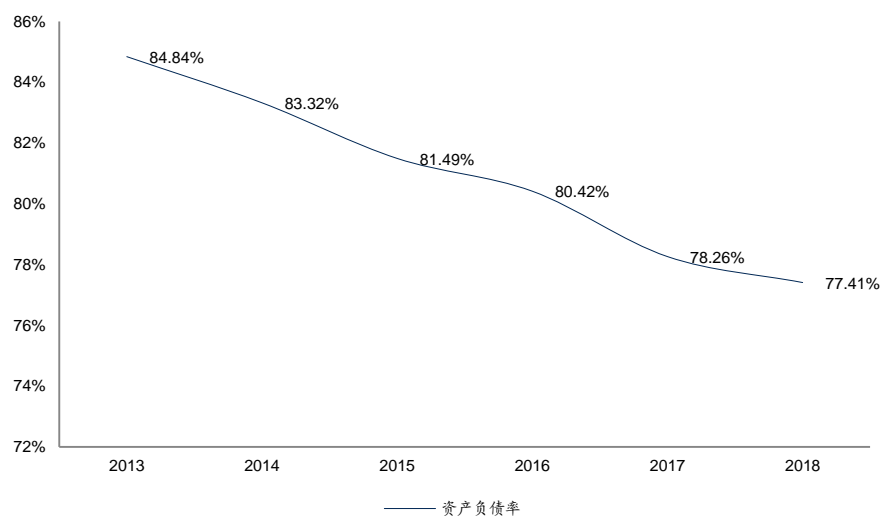


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

资产负债率逐年下降，偿债能力稳健

公司积极响应国家号召，主动调整资产负债结构，杠杆率逐年下降。截至 2018 年底资产负债率为 77.41%，同比下降 0.85pct，自 2013 年以来连续 5 年实现下降。

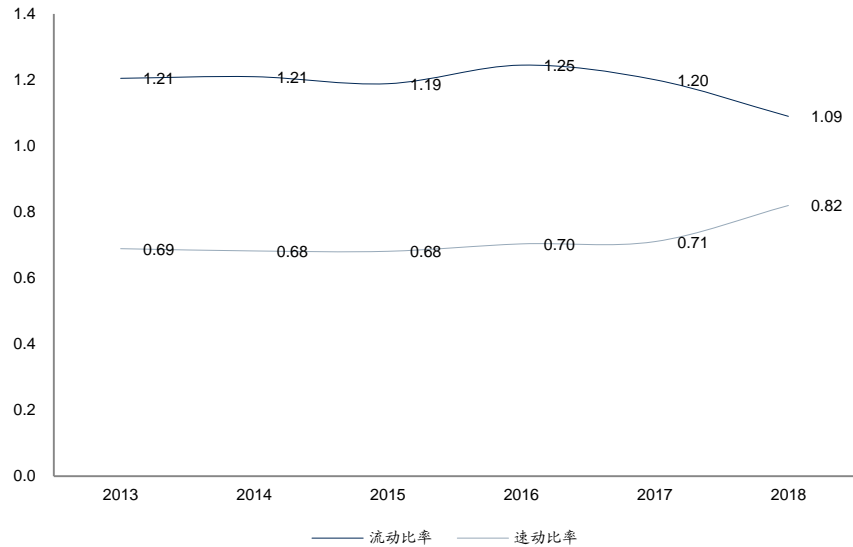
图 44: 公司的资产负债率自 2013 年开始逐年下降



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

在公司杠杆率下降的同时，公司偿债能力也较为平稳。2018 年公司的流动比率为 1.09 倍，比 2017 年略有下降；速动比率为 0.82 倍，比 2017 年提升 15.4%。

图 45: 公司的偿债能力较为平稳

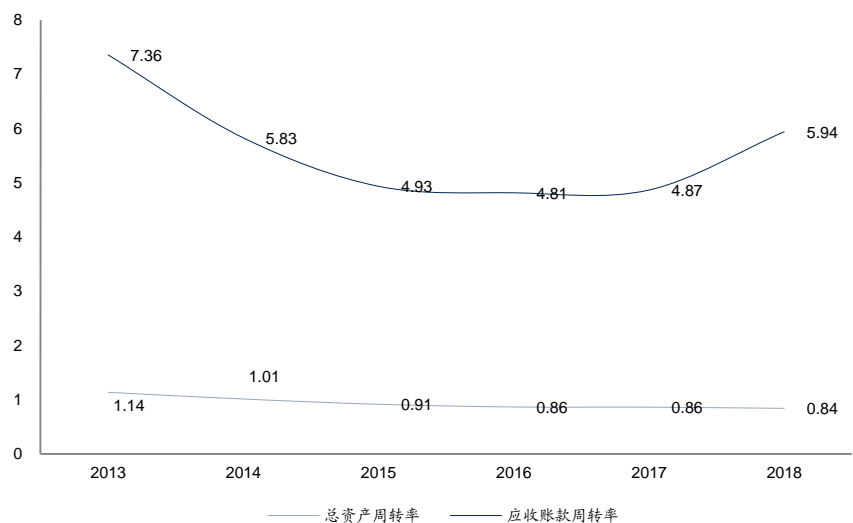


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

运营能力良好，总资产周转率等指标全面回升

近几年公司的运营能力稳中有升。2018 年总资产周转率为 0.84 次，与 2017 年基本持平；应收账款周转率为 5.94 次，同比提升 22.09%。

图 46: 公司运营能力稳中向好，各项运营指标稳中有增



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

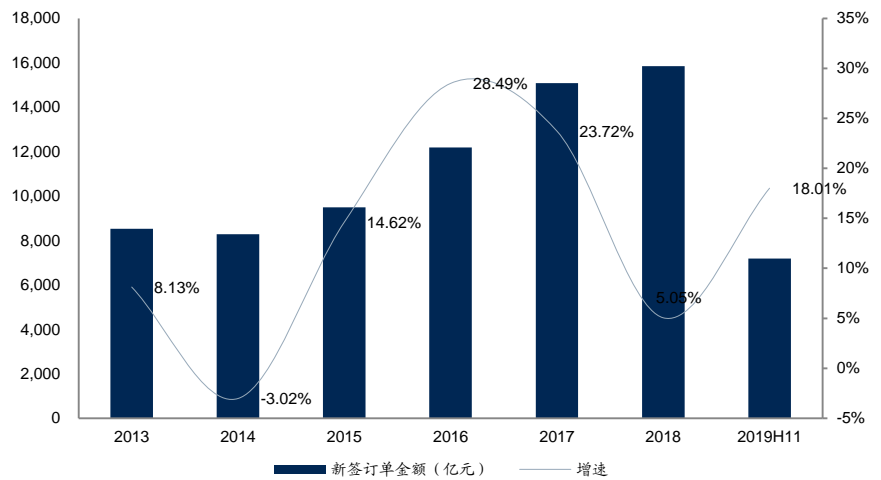
订单充沛保业绩，模式转型提估值

订单充沛助力业绩释放，市场占有率逐年攀升

新签订单增长稳健，在手订单和市占率均创历史新高

2015年以来，公司新签订单持续保持稳健高增长，近三年 CAGR 达到 18.64%。2019 上半年新签订单 7186.97 亿，同比增长 18.01%，增速比 2018 年提升 12.96pct。

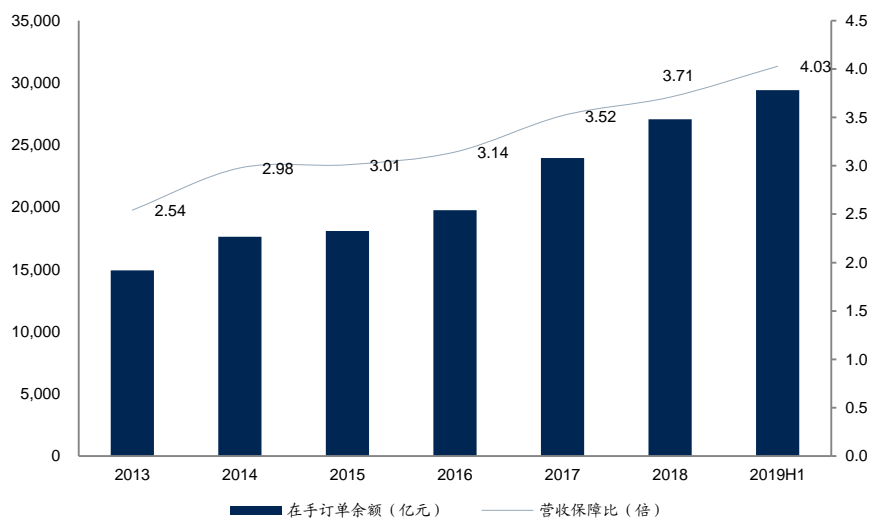
图 47：公司近三年新签订单 CAGR 达到 18.64%



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

在新签订单高速增长带动下，公司在手订单充沛，截至 2019 年二季度末未完成合同额达到 29421.65 亿元，营收保障比 4.03 倍，创下历史新高，未来业绩有较为充分的保障。

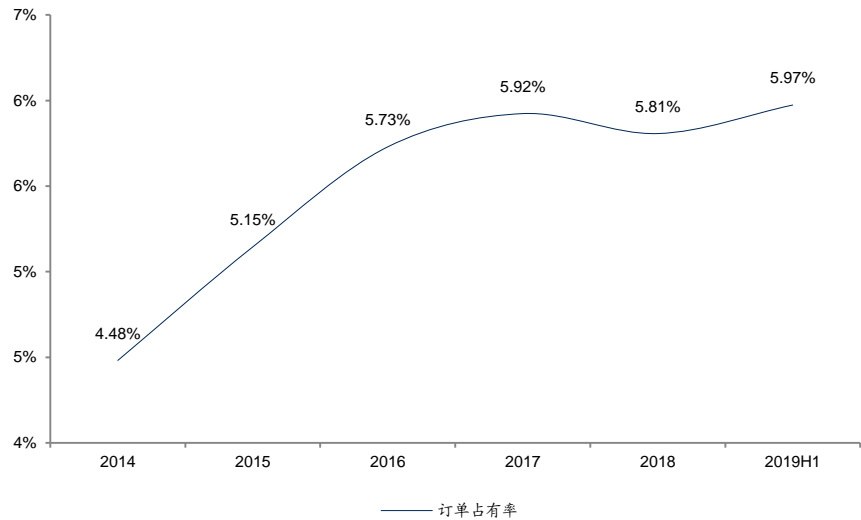
图 48：公司在手订单余额达 2.9 万亿元，营收保障比 4 倍



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

我们用公司公告的新签订单占统计局公布的建筑业新签订单的比例来近似估计公司的市场占有率。从 2014 年至今，公司的市占率逐年提升，截至 2019 年上半年达到 5.97%，为历史最高水平。当前建筑行业集中的趋势愈发明显，公司作为龙头有望充分受益。

图 49: 公司的市场占有率逐年提升，2019 年上半年达到 5.97%



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

工程业务订单呈现“五足鼎立”，市政、水利等高增长有望改善盈利能力

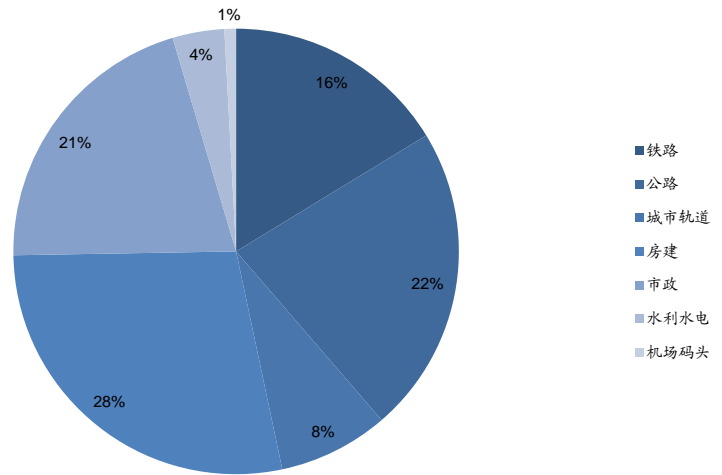
从工程订单的细分领域来看，公司 2018 年在铁路、公路、城轨、房建、市政五个领域的新签订单额分别为 2120 亿、2915 亿、1042 亿、3652 亿和 2692 亿，分别占比 16%、22%、8%、27%和 20%，呈现出“五足鼎立”的局面，互补效应明显。

表 15: 公司工程承包各细分领域的新签订单情况 (亿元)

业务领域	2017 年新签订单 (亿元)	2018 年新签订单 (亿元)	YOY
铁路	2,153	2120	-1.50%
公路	3,979	2915	-26.74%
城市轨道交通	2,048	1042	-49.09%
房建	2,054	3652	77.79%
市政	1,971	2692	36.57%
水利水电	242	489	101.96%
机场码头	98	110	12.48%
工程承包订单合计	12,932	13523	4.58%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

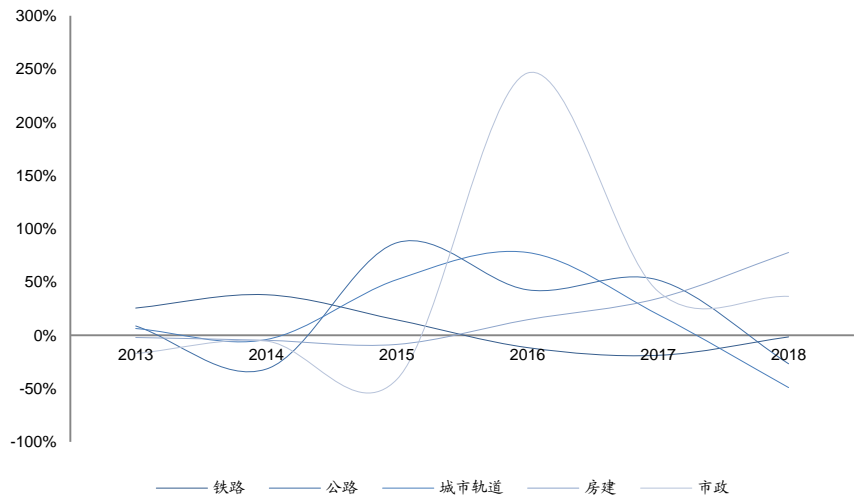
图 50: 公司的订单结构占比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

从各领域订单的增速来看, 2018 年以来房建和市政领域实现了较快增长, 铁路和公路出现一定幅度的负增长。从近三年的增速来看, 公路、房建、市政三个领域表现较为突出, 近三年 CAGR 分别达到 16.69%、39.99%和 88.36%。

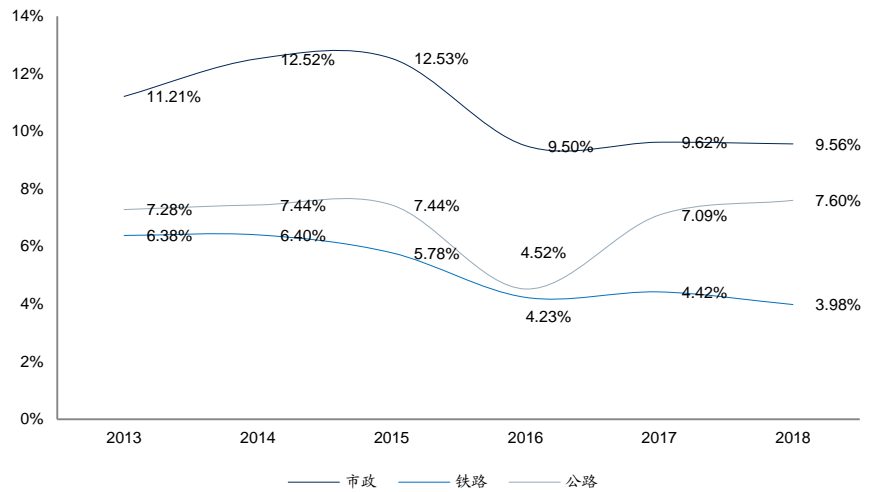
图 51: 公司公路、房建、市政三个领域订单增长强劲



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

随着公司订单的逐步落地, 公司工程领域未来的盈利能力有望明显提升。因为公司没有披露细分领域的毛利率情况, 我们参考公司的主要竞争对手中国中铁细分领域的毛利率水平, 其中 2018 年公路、市政领域的毛利率分别为 9.56%、7.60%, 远高于铁路 3.98%的毛利率, 而公司公路、市政领域订单呈现高速增长, 有望推动公司提升整体毛利率水平。

图 52: 中国中铁市政、公路的毛利率水平远高于铁路



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

地产业务储地丰厚, 分布在全国各个区域

2018年, 公司在北京、上海、广州、天津、重庆、武汉等30个城市成功获取45宗土地, 规划总建筑面积986.93万平方米。截至2018年底, 公司已进入北京、上海、广州、杭州、南京、重庆等65个国内城市及其他区域, 持有开发235个项目, 总建设用地约2139万平方米, 其中待开发面积约553.77万平方米, 总建设用地面积约2,139万平方米, 总建筑规模约6,988万平方米, 土地储备充足。

表 16: 公司各区域持有待开发土地情况

区域	持有待开发土地面积 (万平方米)	规划建筑面积 (万平方米)
环渤海区域	102.11	201.78
西南区域	209.99	580.47
长三角区域	75.03	156.15
珠三角区域	107.65	272.50
其他区域	58.99	126.24
合计	553.77	1337.14

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

近年来铁道部也开始陆续开发其拥有的土地资产, 公司与铁道部关系密切, 有望参与这些土地资产的开发。据市场初步估计, 铁道部旗下可开发土地储备超3万亿平方米, 超过当前土地储备最高的中国恒大, 位居全球第一。

向“综合运营商”转型, 助力估值提升

新掌舵人拥有多年中国交建管理经验, 有望助推公司效率提升

2018年6月, 公司管理层迎来重大变动, 中国交建原党委副书记、总经理陈奋建先生调任中国铁道建筑有限公司董事长、党委书记, 并兼任中国铁建股份有限公司党委书记, 成为公司新的掌舵人。

陈奋健先生拥有多年的中国交建高层管理经验，有望把中国交建的一些优秀管理经验和模式带入公司，进一步提升公司的管理效率。

表 17: 公司新掌舵人陈奋健先生的履历

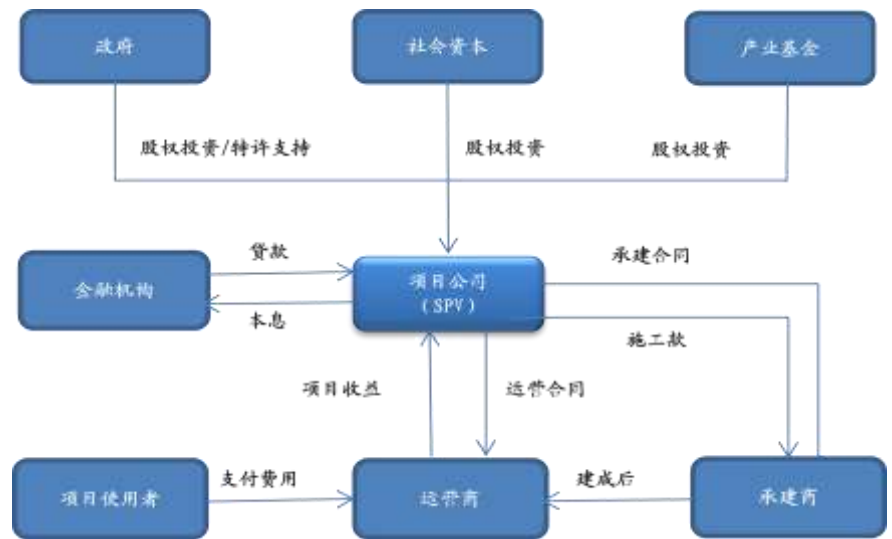
时间	岗位
1997年8月至2005年8月	担任中国港湾建设(集团)总公司第四航务工程局一公司经理, 第四航务工程局副局长, 局长、党委副书记
2005年8月至2007年4月	担任中国交通建设集团有限公司副总经理、中国交通建设集团有限公司临时党委委员
2007年4月至2014年1月	担任中国交通建设集团有限公司党委常委, 中国交通建设股份有限公司副总经理、党委常委, 中国港湾工程有限责任公司董事长、法定代表人, 中交投资有限公司董事长、法定代表人
2014年1月至2016年9月	担任中国交通建设集团有限公司党委书记、董事, 中国交通建设股份有限公司执行董事、总经理、党委副书记
2016年9月至2018年6月	担任中国交通建设集团有限公司副董事长、总经理、党委副书记, 中国交通建设股份有限公司副董事长、总经理、党委副书记
2018年6月至今	担任中国铁道建筑有限公司董事长、党委书记、中国铁建股份有限公司党委书记

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

PPP 等投资运营模式符合趋势，盈利能力更强

与传统的施工承包模式相比，BOT、PPP 等投资运营模式不仅能减少资本金投入，而且可以降低直接负债水平，并能优化公共服务效率和质量，提升参与方的潜在盈利能力。

图 53: 典型的投资运营模式

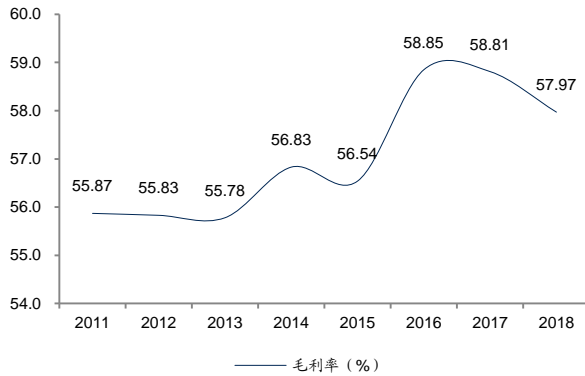


资料来源: 建筑行业协会, 国信证券经济研究所整理

从国外大的工程承包商万喜的发展经验来看，参与投资运营项目不仅能实现较高的毛利率和盈利水平，并能减弱自身的周期属性。万喜集团 2018 年的毛利

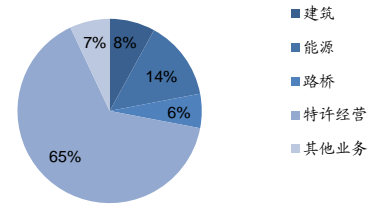
率水平高达 57.97%，且近几年持续维持在较高水平。万喜集团 2018 年的特许经营业务收入仅占集团总收入的 17%，而特许经营业务的净利润却高达总利润的 65%。

图 54: 万喜集团的毛利率持续保持在较高水平



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 55: 万喜集团特许经营业务的净利润占比达 65%



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司投融资项目储备充足, 逐步转入运营期

公司在 2008 年上市之前就已经开始进入 BOT 等投融资项目领域, 当前部分项目已经陆续进入运营期, 对公司长期的稳健经营提供了保障, 也有望逐步优化公司的盈利能力。

近年来, 随着 PPP 项目的发展, 公司参与 BOT 及 PPP 等投融资项目的数量也在快速增长。根据公司 2018 年报披露, 全年新增投融资项目 101 个; 新增高速公路运营项目 14 个, 持有经营性公路累计 58 个、总里程达 5,740 公里; 新增其他运营类城市轨道交通、综合管廊、地方铁路、停车场等项目 9 个, 参与运营维管服务的铁路与城轨总里程达 10,000 公里。

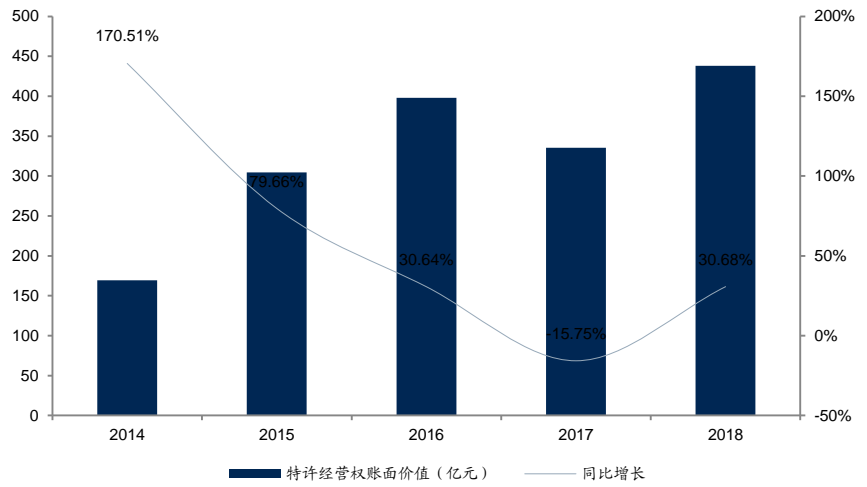
表 18: 公司主要的大型投融资项目

项目名称	总投资金额 (亿元)	项目进度
四川简阳至蒲江高速公路 BOT 项目	156.78	已全线开通试运营
成都经济区环线高速公路德阳至简阳段 BOT 项目	136.2	正常进展
G0511 线德阳至都江堰段 BOT 项目	159.54	正常进展
成都地铁 5 号线一二期工程投融资建设 BT 项目	171.99	正常进展
成都地铁 6 号线投融资 BT 项目	176.6	正常进展

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

截至 2018 年底, 公司的无形资产——特许经营权的账面价值达到 438.06 亿元, 同比增长 30.68%, 首次超过 400 亿元。未来随着更多在手投融资项目投入运营, 这部分优质资产的价值有望继续提升。

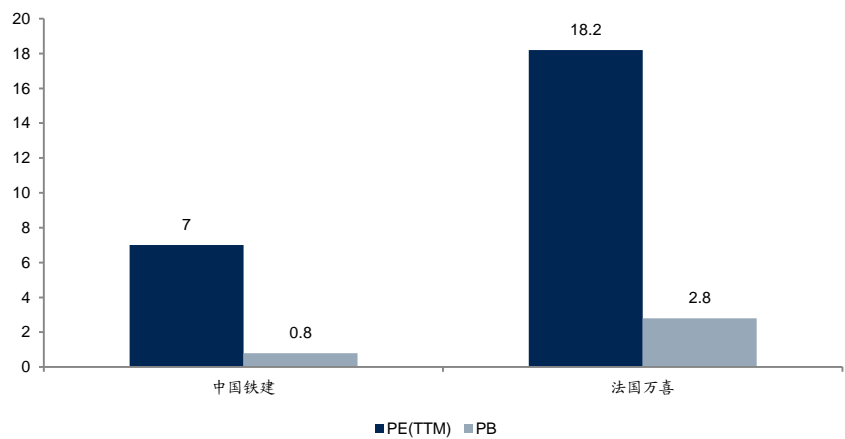
图 56: 公司的特许经营权账面价值已超过 400 亿元



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

从估值上看, 不论是 PE 还是 PB, 万喜均明显高于中国铁建, 主要原因可能是在“特许经营”为主导的模式下万喜的盈利能力和现金流更好。因此, 随着未来中国铁建投融资项目收入占比的提升, 将显著改善公司的盈利能力和现金流, 估值水平有望向万喜靠拢。

图 57: 法国万喜的估值明显高于中国铁建



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

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 19：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%	6.80%
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%	33.00%	33.00%
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%	9.44%	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

未来 3 年盈利预测

表 20: 未来 3 年盈利预测表

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	730123	808025	893490	982423
营业成本(百万元)	658711	732057	809135	889620
销售费用(百万元)	4431	4904	5423	5963
管理费用(百万元)	17236	31718	36485	40310
财务费用(百万元)	5538	4265	3629	3945
营业利润(百万元)	25322	28613	31789	35051
利润总额(百万元)	25105	28936	32112	35374
归属于母公司净利润(百万元)	17935	20672	22941	25271
EPS	1.32	1.52	1.69	1.86
ROE	11%	12%	13%	14%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理及预测

按上述假设条件,我们得到公司 19-21 年营业收入分别为 8080.25、8934.90、9824.23 亿元,归属母公司净利润分别为 206.72/229.41/252.71 亿元,每股收益分别为 1.52/1.69/1.86 元。

盈利预测情景分析

表 21: 情景分析(乐观、中性、悲观)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
乐观预测					
营业收入(百万元)	680,981	730,123	823,606	928,141	1,038,999
(+/-%)	8.2%	7.2%	12.8%	12.7%	11.9%
净利润(百万元)	16057	17935	21173	24044	27079
(+/-%)	14.7%	11.7%	18.1%	13.6%	12.6%
摊薄 EPS	1.18	1.32	1.56	1.77	1.99
中性的预测					
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 EPS(元)	1.18	1.32	1.52	1.69	1.86
悲观的预测					
营业收入(百万元)	680,981	730,123	792,445	859,498	927,938
(+/-%)	8.2%	7.2%	8.5%	8.5%	8.0%
净利润(百万元)	16057	17935	20170	21859	23501
(+/-%)	14.7%	11.7%	12.5%	8.4%	7.5%
摊薄 EPS	1.18	1.32	1.49	1.61	1.73

资料来源: 国信证券经济研究所预测

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 12.16-13.68 元之间,但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本(WACC)的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定,都加入了很多个人的判断:

- 1、公司未来的应收账款周转率和存货周转率均采用近三年的平均值来估计，如果行业景气度、融资环境、政策导向等变化后可能会使未来公司账期变长，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 4.0%、风险溢价 10.0%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司稳定的 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2019 年平均动态 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司的市场地位、公司治理、业绩表现等，对行业平均动态 PE 进行修正，最终给予公司 8-9 倍 PE，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- 1、对于公司主营业务的收入增速，我们综合公司最近一年的新签订单以及经营计划来进行预测，但如果公司实际的订单落地较慢或者出现较大的坏账，可能会造成公司业绩增长不及预期。
- 2、由于公司是行业的龙头，且收入规模较大，所以我们假设未来公司主营业务的盈利能力保持稳定。但如果未来公司的业务结构、管理水平等发生较大的变化，有可能造成主营业务的毛利率下滑。
- 3、对于公司未来的期间费用率，考虑到业务的增长情况，我们给与了稍高于最近一年的预测值，但可能仍有低估未来公司相关费用支出从而造成盈利预测偏高的风险。

应收账款坏账风险

建筑行业是典型的资金驱动型行业，垫资施工的经营模式使得建筑企业的应收账款和长期应收款占用资金比例较大。随着公司工程承包业务规模逐年增长，未来应收款项可能继续保持增长，相应的坏账损失风险增加，给公司的利润增长和现金流造成了一定的压力。

基建投资放缓风险

基建投资是影响宏观经济和建筑业需求的重要因素，直接关系到相关产业链上所有企业的发展，尤其公司是以基建施工为主营业务的，对基建投资的变化较为敏感。从市场整体来看，今年以来基建投资增速回升幅度不大，补短板政策落地不及预期，未来依然存在不确定性。政策方面，PPP 市场规范和调整的趋势短期不会改变，地方政府债务被严格控制，大型基建项目进度有可能被推迟甚至无法落地，从而造成公司的业绩不及预期。

海外经营风险

随着近些年公司响应“一带一路”政策的号召逐步向国际市场拓展，目前公司海外业务占比逐年提升，已成为公司的重要业务板块。与国内经营不同，海外市场有其特有的风险。首先，“一带一路”沿线国家大多数为经济较为落后的发展中国家，政治局势的变动可能会导致项目的延误甚至停工。其次，海外工程

项目以外币结算，汇率大幅变动产生汇兑损益，影响公司的当期财务费用。最后，目前许多企业的对外经济行为需要政策的扶持，如果政策的落地达不到预期效果，相关企业的业绩将会受到影响。

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
流动资产合计	650277	671243	708031	749718	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
资产总计	917671	970272	1036752	1106176	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	利润总额	25105	28936	32112	35374
其他流动负债	181315	207112	228977	251502	所得税费用	5267	6070	6737	7421
流动负债合计	597342	644811	705622	768827	少数股东损益	1903	2193	2434	2682
长期借款及应付债券	107299	107299	107299	107299	归属于母公司净利润	17935	20672	22941	25271
其他长期负债	5695	5946	6197	6449					
长期负债合计	112993	113245	113496	113747	现金流量表 (百万元)				
负债合计	710336	758056	819118	882575	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
负债和股东权益总计	917671	970272	1036752	1106176	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	经营活动现金流	(623)	105815	44631	49228
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%	投资活动现金流	(29570)	(40613)	(40613)	(40613)
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%	融资活动现金流	32788	(36238)	(18043)	(19876)
资产负债率	81%	82%	83%	83%	现金净变动	2595	28964	(14025)	(11261)
息率	10.4%	12.0%	13.3%	14.7%	货币资金的期初余额	141206	143802	172766	158741
P/E	7.5	6.5	5.9	5.4	货币资金的期末余额	143802	172766	158741	147480
P/B	0.8	0.8	0.8	0.7	企业自由现金流	2780	77447	15950	20991
EV/EBITDA	14.4	21.7	20.9	19.9	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