

中国铁建 (601186)

证券研究报告

2020年01月22日

订单实现高位增长，国改推进有望激发经营活力

公司近期公告 2019 年新签订单情况，全年新签订单 20068.5 亿，同增 26.66%，其中工程承包 17306.5 亿，同增 27.97%；房地产开发 1254.2 亿，同增 34.20%。点评如下：

新签订单稳健提升，房建产业链或为主要支撑因素之一

公司 2019 年累计新签合同额 20068.54 亿元，同增 26.66% (2018 年增 4.6%)，是公司 2018 年营收的 2.95 倍。其中工程承包 17306.5 亿，同增 27.97%；房地产签约销售 1254.2 亿，同增 34.20%，Q4 单季度 644.4 亿，同增 81.39%。分境内外来看，境内 17376.1 亿，同增 19.5%；境外 2692.4 亿，同增 106.8%。

工程承包方面，铁路为 2613.2 亿，同增 23.2%；公路 3248.2 亿，同增 11.4%，其他（包括城轨、房建、市政工程等）11445.1 亿，同增 34.8%。从订单结构特征来看，2019 年全年工程类订单中，房建订单快速增长或为主要驱动因素，此外铁路、公路、城轨存在恢复性增长。地产方面，全年销售额增长 34.2%，新开工 35.4%，其中去年 Q4 单季度销售额增长 81.4%。公司目前在手订单充足，未来业绩在地产和基建产业链订单“短期并进、中期互补”的情况下有望稳健增长。

结合近年来建筑央企业绩和订单情况可以看到，行业竞争结构方面，龙头市场集中度提升的迹象越来越明显，八大央企 2019 年前三季度出现了近五年来的收入增速新高，且同期建筑央企订单累计增速为 13%，显著高于同期行业整体增速 3%。

分拆上市激发经营活力，债转股助力轻装上阵

2019 年 12 月 13 日，证监会正式发布《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》，境内分拆上市政策通道正式打开。公司于 19 日发布了分拆子公司铁建重工至科创板上市预案，根据官网信息，铁建重工是集隧道施工智能装备、高端轨道设备装备的研究、设计、制造、服务于一体的专业化大型企业。分拆完成后，公司仍控股铁建重工，其盈利能力仍将反映在公司的合并报表中，铁建重工 2018 年净利润超 16 亿元，我们认为分拆上市有利于提高子公司透明度，激发经营活力，其盈利水平有望进一步提速，从而向母公司贡献更大利润份额。另外，分拆上市有助于进一步拓宽公司融资渠道，公司公告称此次募集资金将用于投资研发与应用项目、生产基地建设及补充流动资金，我们认为充裕的在手资金或将为项目如期推进提供良好保障。

此外，公司去年 12 月公告，其四家子公司拟引进太平人寿等 8 家战略投资者，实施市场化债转股，出资规模合计 110 亿元。债转股落地后公司资产负债率将从 78.4% 下降至 77.4%，有效降低公司经营杠杆率。同时，债转股可以实现投资主体多元化，有利于形成更规范的法人治理结构，从而进一步提升企业的经营效率。

专项债快速发行或推动基建增速显著提升，公司业绩有望维持高位增长

2020 年上半年专项债对于基建领域支撑力度或显著提升。截止到 2020 年 1 月 20 日，新增专项债发行额显著超过过去两年各月单月值，达到近 7000 亿，同时与基建相关领域占比或超过九成，我们认为在 2020 年上半年专项债对于基建支持力度加大、逆周期调节需求依然存在的情况下公司基建订单增速有望延续提升趋势，房建订单在竣工面积增速预期复苏的情况下依然具有较好韧性。

投资建议

公司在手订单充足，在“交通强国建设”的政策推动、专项债快速发行以及地产韧性仍在的背景下，订单有望维持稳健增长。公司治理层面，铁建重工分拆、子公司债转股落地均有望提升公司经营活力和报表质量。此外，行业龙头强者恒强的趋势有望持续存在。综上，我们维持公司 2019-2021 年 EPS 为 1.54、1.67、1.80 元/股的预测，对应 PE 为 6.3、5.8、5.4 倍，维持“买入”评级。

风险提示：固定资产投资增速快速下滑；业务推进不及预期；海外政治风险

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	680,981.13	730,123.05	855,889.25	976,728.77	1,104,379.32
增长率(%)	8.21	7.22	17.23	14.12	13.07
EBITDA(百万元)	36,037.54	59,754.22	43,877.73	47,285.76	51,864.10
净利润(百万元)	16,057.24	17,935.28	20,935.45	22,660.05	24,463.98
增长率(%)	14.70	11.70	16.73	8.24	7.96
EPS(元/股)	1.18	1.32	1.54	1.67	1.80
市盈率(P/E)	8.23	7.37	6.31	5.83	5.40
市净率(P/B)	0.88	0.78	0.79	0.71	0.64
市销率(P/S)	0.19	0.18	0.15	0.14	0.12
EV/EBITDA	3.43	1.39	4.12	(0.29)	2.28

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑装饰/基础建设
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	9.73 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	11,503.25
流通 A 股股本(百万股)	11,503.25
A 股总市值(百万元)	111,926.58
流通 A 股市值(百万元)	111,926.58
每股净资产(元)	11.86
资产负债率(%)	78.43
一年内最高/最低(元)	12.52/8.83

作者

唐笑 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030004
tangx@tfzq.com

岳恒宇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040005
yuehengyu@tfzq.com

肖文劲 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519040001
xiaowenjin@tfzq.com

股价走势

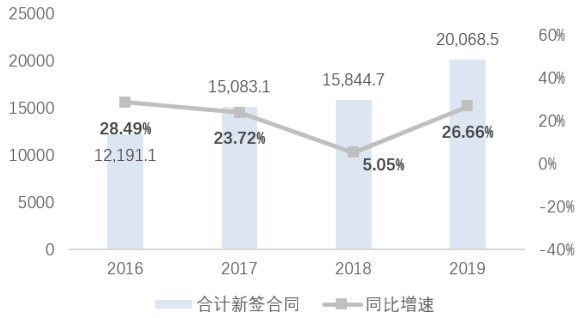


资料来源：贝格数据

相关报告

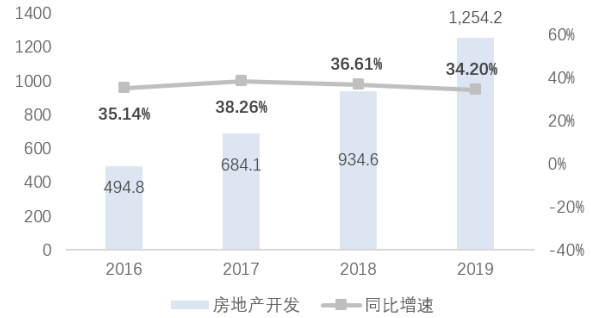
- 《中国铁建-年报点评报告:四季度单季增速有所放缓，补短板持续推进下预计提速》 2019-04-01
- 《中国铁建-季报点评:业绩稳定增长，稳增长下持续受益铁路投资增加》 2018-11-02
- 《中国铁建-半年报点评:收入稳健增长，毛利率显著提升》 2018-09-01

图 1: 新签合同情况 (单位: 左-亿, 右-%)



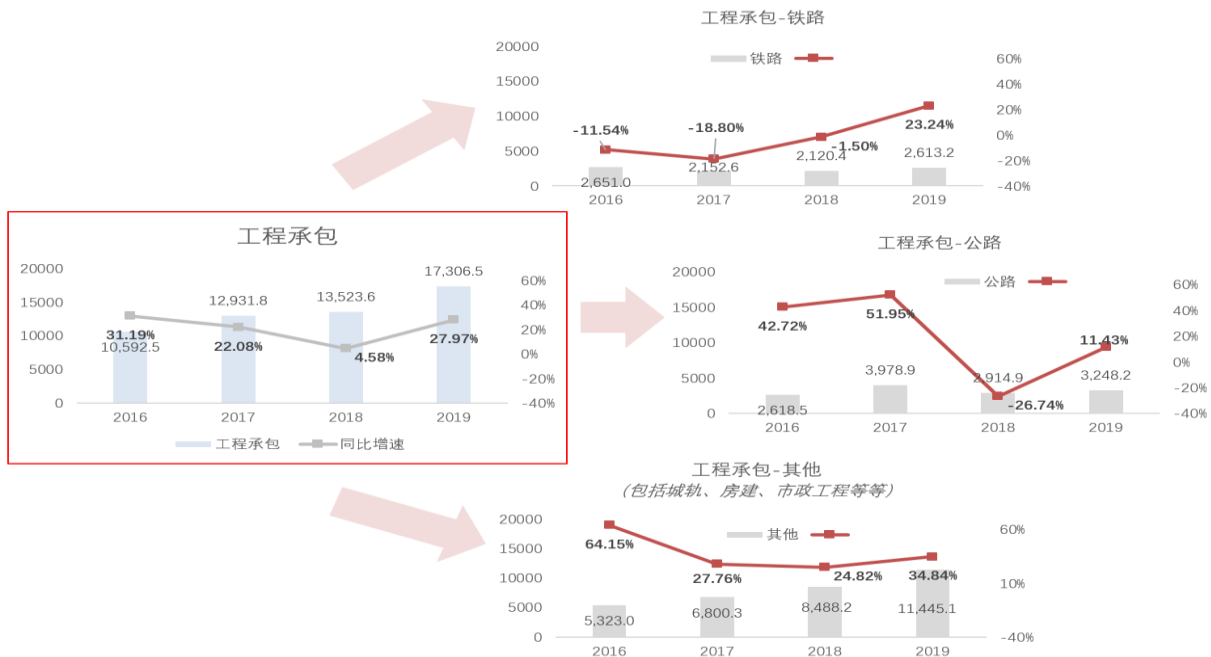
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 2: 房地产开发情况 (单位: 左-亿, 右-%)



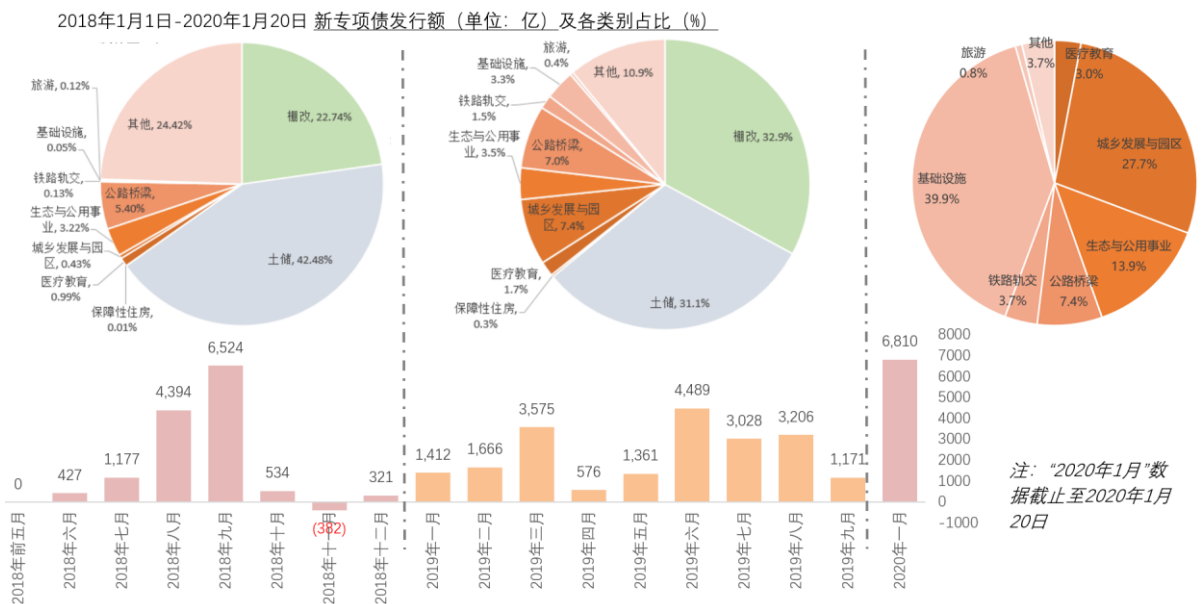
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 3: 工程承包合同拆分 (单位: 左-亿, 右-%)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 4: 新增专项债发行情况



资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	141,206.19	143,801.60	128,383.39	291,408.31	165,656.90
应收票据及应收账款	153,528.82	109,162.55	225,033.58	143,493.48	249,053.65
预付账款	18,784.00	18,591.95	29,704.92	21,725.13	34,129.40
存货	266,604.16	159,891.37	435,664.65	208,766.32	467,228.97
其他	64,183.16	207,993.15	112,556.35	151,187.96	163,783.31
流动资产合计	644,306.32	639,440.61	931,342.88	816,581.21	1,079,852.2
长期股权投资	17,869.53	28,978.56	28,978.56	28,978.56	28,978.56
固定资产	45,981.85	50,300.60	49,684.29	48,306.30	46,471.30
在建工程	3,863.58	4,428.38	2,657.03	1,594.22	956.53
无形资产	40,155.86	50,667.01	49,945.41	49,223.81	48,502.21
其他	59,435.52	130,873.69	74,923.97	86,184.65	97,173.54
非流动资产合计	167,306.34	265,248.23	206,189.26	214,287.53	222,082.14
资产总计	821,887.46	917,670.58	1,149,812.4	1,042,714.3	1,314,303.6
短期借款	29,499.10	61,781.08	96,272.34	79,026.71	90,931.07
应付票据及应付账款	323,491.51	334,707.33	393,880.94	435,701.41	471,050.63
其他	190,664.23	200,853.84	337,804.08	192,946.31	387,977.09
流动负债合计	543,654.84	597,342.26	827,957.36	707,674.43	949,958.79
长期借款	58,826.79	69,840.48	70,238.15	64,333.64	70,039.32
应付债券	35,677.92	37,458.42	39,346.13	37,494.16	38,099.57
其他	5,079.06	5,694.57	5,489.63	5,421.09	5,535.09
非流动负债合计	99,583.78	112,993.47	115,073.91	107,248.88	113,673.98
负债合计	643,238.61	710,335.73	943,031.27	814,923.31	1,063,632.7
少数股东权益	29,236.86	37,444.94	38,973.99	40,722.82	42,808.22
股本	13,579.54	13,579.54	13,579.54	13,579.54	13,579.54
资本公积	40,428.56	40,434.27	40,434.27	40,434.27	40,434.27
留存收益	122,524.66	136,432.51	154,227.64	173,488.69	194,283.07
其他	(27,120.78)	(20,556.41)	(40,434.27)	(40,434.27)	(40,434.27)
股东权益合计	178,648.85	207,334.86	206,781.17	227,791.05	250,670.83
负债和股东权益总	821,887.46	917,670.58	1,149,812.4	1,042,714.3	1,314,303.6

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	16,919.19	19,838.41	20,935.45	22,660.05	24,463.98
折旧摊销	12,419.74	13,820.10	3,109.26	3,162.40	3,194.28
财务费用	6,267.53	5,496.94	13,002.11	13,471.32	15,173.15
投资损失	(337.00)	(1,401.16)	(1,395.54)	(1,144.60)	(1,413.87)
营运资金变动	(25,049.26)	(151,366.76)	(58,642.48)	161,041.32	(166,867.94)
其它	15,183.99	119,060.33	(429.56)	2,102.99	2,502.16
经营活动现金流	25,404.18	5,447.86	(23,420.76)	201,293.48	(122,948.23)
资本支出	22,061.64	39,736.52	204.95	68.54	(114.01)
长期投资	9,933.10	11,109.03	0.00	0.00	0.00
其他	(68,682.38)	(100,089.78)	5,809.22	802.44	170.75
投资活动现金流	(36,687.65)	(49,244.23)	6,014.16	870.98	56.74
债权融资	154,205.29	188,618.66	226,627.34	204,358.13	220,340.95
股权融资	2,207.54	1,498.71	(32,622.95)	(13,332.79)	(15,041.30)
其他	(132,637.51)	(146,205.39)	(192,016.00)	(230,164.87)	(208,159.57)
筹资活动现金流	23,775.32	43,911.98	1,988.39	(39,139.54)	(2,859.92)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	12,491.84	115.61	(15,418.21)	163,024.92	(125,751.41)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	680,981.13	730,123.05	855,889.25	976,728.77	1,104,379.3
营业成本	618,059.39	658,711.27	770,221.77	881,673.69	996,660.34
营业税金及附加	4,950.48	4,805.88	5,991.22	7,130.12	8,061.97
营业费用	4,530.90	4,431.33	5,991.22	6,934.77	7,841.09
管理费用	26,057.97	17,235.63	20,198.99	23,539.16	26,615.54
研发费用	10,397.72	11,571.78	11,554.50	14,084.43	17,449.19
财务费用	2,875.91	5,537.72	13,002.11	13,471.32	15,173.15
资产减值损失	4,469.50	179.64	600.00	742.00	912.00
公允价值变动收益	367.90	(226.35)	(1,958.61)	354.16	416.76
投资净收益	337.00	1,401.16	1,395.54	1,144.60	1,413.87
其他	(11,975.45)	1,153.22	1,126.14	(2,997.52)	(3,661.27)
营业利润	20,909.80	25,321.77	27,766.36	30,652.04	33,496.67
营业外收入	1,090.27	1,097.00	1,360.00	1,132.00	1,098.00
营业外支出	744.31	1,313.50	904.63	1,023.00	1,115.00
利润总额	21,255.76	25,105.26	28,221.73	30,761.04	33,479.67
所得税	4,336.57	5,266.85	5,757.23	6,352.15	6,930.29
净利润	16,919.19	19,838.41	22,464.50	24,408.88	26,549.38
少数股东损益	861.96	1,903.13	1,529.05	1,748.83	2,085.40
归属于母公司净利润	16,057.24	17,935.28	20,935.45	22,660.05	24,463.98
每股收益(元)	1.18	1.32	1.54	1.67	1.80

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	8.21%	7.22%	17.23%	14.12%	13.07%
营业利润	15.32%	21.10%	9.65%	10.39%	9.28%
归属于母公司净利润	14.70%	11.70%	16.73%	8.24%	7.96%
获利能力					
毛利率	9.24%	9.78%	10.01%	9.73%	9.75%
净利率	2.36%	2.46%	2.45%	2.32%	2.22%
ROE	10.75%	10.56%	12.48%	12.11%	11.77%
ROIC	16.04%	20.05%	30.85%	16.16%	93.68%
偿债能力					
资产负债率	78.26%	77.41%	82.02%	78.15%	80.93%
净负债率	7.28%	21.62%	47.51%	-38.21%	21.82%
流动比率	1.20	1.09	1.14	1.17	1.15
速动比率	0.71	0.82	0.61	0.87	0.66
营运能力					
应收账款周转率	4.68	5.56	5.12	5.30	5.63
存货周转率	2.56	3.42	2.87	3.03	3.27
总资产周转率	0.86	0.84	0.83	0.89	0.94
每股指标(元)					
每股收益	1.18	1.32	1.54	1.67	1.80
每股经营现金流	1.87	0.40	-1.72	14.82	-9.05
每股净资产	11.00	12.51	12.36	13.78	15.31
估值比率					
市盈率	8.23	7.37	6.31	5.83	5.40
市净率	0.88	0.78	0.79	0.71	0.64
EV/EBITDA	3.43	1.39	4.12	-0.29	2.28
EV/EBIT	5.23	1.80	4.44	-0.31	2.43

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com