



2020年03月31日

买入(维持)

当前价： 10.15 元
目标价： 元

分析师：刘萍

执业编号：S0300517100001
电话：0755-83331495
邮箱：liuping_bf@y kzq.com

近期报告

《中国铁建（601186）_【联讯建筑公司点评】中国铁建（601186）：海外订单高增长，高质量发展见成效》
2019-03-31

《中国铁建（601186）_【联讯建筑中报点评】中国铁建（601186）：营收利润齐头并进，上半年利润增长领跑央企》
2019-09-01

《中国铁建（601186）_【粤开建筑公司点评】中国铁建（601186）：分拆上市或拉开央企资产重估序幕》
2019-12-19

中国铁建(601186.SH)

【粤开建筑年报点评】中国铁建(601186)：Q4 研发费用拖累利润增速，订单高增垫底未来业绩基础

事项：

公司近期发布 2019 年年报，报告期内实现营业收入 8304.52 亿元，同比增长 13.74%，实现归母净利润 201.97 亿元，同比增长 14.04%，基本每股收益 1.40 元/股，同比增 11.11%，符合预期。此外，公司拟每 1 股派发现金红利 0.21 元（含税）。

评论：

工程业务和房地产保持较快增长

公司 2019 年工程承包业务实现营业收入 7245.45 亿元，同比增长 14.15%；勘察设计咨询业务实现营业收入 180.84 亿元，同比增长 8.25%；工业制造业务实现收入 181.04 亿元，同比增长 9.84%；房地产开发业务实现营业收入 412.97 亿元，同比增长 11.88%；其他业务实现营业收入 718.57 亿元，同比增长 11.22%。

分季度来看，公司在 Q4 实现营业收入 2690.95 亿元，同比增长 12.01%，实现净利润 55.08 亿元，同比下降 3.10%。Q4 收入增长而净利润下滑主要是研发费用较上年同期增长约 40 亿，增幅达 386%所致。

地产及工业制造毛利率下降拖累整体毛利率

报告期内，公司综合毛利率达到 9.64%(-0.14pct)，分业务来看，工程承包业务毛利率 7.46%(+0.19pct)；勘察设计咨询业务毛利率达 32.06%(-2.06pct)；工业制造业务毛利率 22.76%(-3.21pct)；房地产开发业务毛利率达到 21.37%(-3.23pct)；其他业务毛利率达到 12.15%(+0.67pct)，工程业务毛利率保持稳定，房地产和工业制造业毛利率下降是拖累整体毛利率的主要原因。

费用率有基本稳定，研发投入加大

报告期内，公司期间费用率 5.27%(-0.04pct)，其中销售费用率 0.65%(+0.04pct)，主要因为加大对经营承揽的投入，新签合同额大幅增长所致；管理费用率 2.19%(-0.17pct)；财务费用率 0.44%(-0.32pct)，主要因为带息负债较年初有所下降所致；研发费用率 1.99%(+0.41pct)，较 2018 年增长 42.83%，主要是加大研发投入所致。

新签合同持续增长，海外合同增长达 106.76%

2019 年，公司新签合同额 20068.54 亿元，同比增长 26.66%。其中，国内业务新签合同额 17376.12 亿元，占新签合同总额的 86.58%，同比增长 19.48%；海外业务新签合同额 2692.43 亿元，占新签合同总额的 13.42%，同比增长 106.76%。

分板块看，公司新签工程承包合同 17306.53 亿元，同比增长 27.97%。占新签合同总额的 86.24%，同比增长 27.97%。新签物流与物资贸易合同 956.68 亿元，同比增长 10.90%，占到新签合同总额的 4.77%。新签房地产销售合同 1254.18 亿元，同比增长 34.20%，占到新签合同总额的 6.25%。其他业务新签合同总额达到 143.90 亿元，同比增长 39.69%，占到新签合同总额的 0.72%。房地产新签合同额同比增幅较大的主要原因是集团转变开发思路，加强销售管理，分类施策去化库存，销售业绩有了较大提升。



拟分拆旗下铁建重工上市或拉开央企资产重估序幕

公司于 12 月公告拟分拆旗下装备业务铁建重工至科创板上市,分拆完成后,从业绩提升角度,铁建重工的发展与创新将进一步提速,其业绩的增长将同步反映到公司的整体业绩中,进而提升公司的盈利水平和稳健性;从价值发现角度,铁建重工分拆上市有助于其内在价值的充分释放,公司所持有的铁建重工权益价值有望进一步提升,流动性也将显著改善;从结构优化角度,铁建重工分拆上市有助于进一步拓宽融资渠道,提高公司整体融资效率,降低整体资产负债率,增强公司的综合实力。

随着国企改革的深入,我们观察到央企的资本运作有加速的趋势,后续主要在两个方面,一是通过债转股降低杠杆率,中国铁建也于同期披露了 110 亿元的债转股计划,此前中国中铁已经完成了约 117 亿元的债转股;另一个重点就是分拆上市,铁建分拆铁建重工上市仅只是开始,后续铁建装备等业务板块不排除继续分拆上市;

重申“买入”评级

我们预计公司 2020 年-2022 年,公司营业收入分别为 9422 亿元、10503 亿元、11521 亿元,同比分别增加 13.5%、11.5%、9.7%;归母净利润分别为 227.1 亿元、254.8 亿元、281.9 亿元,同比分别增加 12.4%、12.2%、10.6%。预计 2019 年-2021 年 EPS 分别为 1.67 元/股、1.88 元/股和 2.08 元/股,对应的 PE 分别为 6/5/5x,公司在交通基建领域绝对龙头的地位已经奠定,是未来行业集中度提升的受益者,目前估值位于历史底部,我们认为无论是稳基建投资政策还是分拆上市,以及国企改革的持续深入,都利于公司估值提升,重申“买入”评级。

风险提示

房地产下行的风险;

原材料价格大幅上涨的风险;

产品价格大幅下跌的风险。


附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	156887	227486	232739	237950	营业收入	830452	942168	1050264	1152079
应收款项	122444	129064	143872	157819	营业成本	750365	853657	952078	1044672
存货净额	194892	224019	249582	273618	营业税金及附加	4634	5653	6302	6912
其他流动资产	259894	197855	220555	241937	销售费用	5433	5653	6302	6912
流动资产合计	755814	800122	868447	933021	管理费用	18151	43618	48050	52225
固定资产	56507	79559	100264	119166	财务费用	3632	4451	3818	4147
无形资产及其他	59872	54883	49893	44904	投资收益	(420)	400	200	200
投资性房地产	159402	159402	159402	159402	资产减值及公允价值变动	2150	1319	630	691
长期股权投资	49645	60745	71845	82945	其他收入	(22339)	0	0	0
资产总计	1081239	1154711	1249850	1339439	营业利润	27629	30854	34544	38102
短期借款及交易性金融负债	77421	70000	70000	70000	营业外净收支	398	415	409	406
应付款项	395387	431704	480966	527285	利润总额	28027	31269	34953	38507
其他流动负债	216170	241926	269540	295506	所得税费用	5403	5941	6641	7316
流动负债合计	688979	743630	820506	892791	少数股东损益	2426	2620	2830	3000
长期借款及应付债券	114080	114080	114080	114080	归属于母公司净利润	20197	22707	25482	28191
其他长期负债	16159	16159	16159	16159					
长期负债合计	130239	130239	130239	130239	现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
负债合计	819218	873868	950745	1023030	净利润	20197	22707	25482	28191
少数股东权益	52062	52717	50594	45345	资产减值准备	1314	696	479	524
股东权益	209960	228126	248511	271064	折旧摊销	15725	12560	14436	16254
负债和股东权益总计	1081239	1154711	1249850	1339439	公允价值变动损失	(2150)	(1319)	(630)	(691)
					财务费用	3632	4451	3818	4147
关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E	营运资本变动	(4005)	89059	14285	13445
每股收益	1.49	1.67	1.88	2.08	其它	(849)	(41)	(2602)	(5773)
每股红利	1.20	0.33	0.38	0.42	经营活动现金流	30233	123662	51450	51949
每股净资产	15.46	16.80	18.30	19.96	资本开支	(20158)	(30000)	(30000)	(30000)
ROIC	12%	9%	11%	12%	其它投资现金流	(7516)	0	0	0
ROE	10%	10%	10%	10%	投资活动现金流	(48340)	(41100)	(41100)	(41100)
毛利率	10%	9%	9%	9%	权益性融资	51276	0	0	0
EBIT Margin	6%	4%	4%	4%	负债净变化	18096	0	0	0
EBITDA Margin	8%	5%	5%	5%	支付股利、利息	(16325)	(4541)	(5096)	(5638)
收入增长	14%	13%	11%	10%	其它融资现金流	(23625)	(7421)	0	0
净利润增长率	13%	12%	12%	11%	融资活动现金流	31193	(11963)	(5096)	(5638)
资产负债率	81%	80%	80%	80%	现金净变动	13086	70599	5253	5211
息率	11.8%	3.3%	3.7%	4.1%	货币资金的期初余额	143802	156887	227486	232739
P/E	6.8	6.1	5.4	4.9	货币资金的期末余额	156887	227486	232739	237950
P/B	0.7	0.6	0.6	0.5	企业自由现金流	33433	98823	29121	33198
EV/EBITDA	14.2	21.9	20.9	20.1	权益自由现金流	27904	87797	26029	29839

资料来源：公司财务报告、粤开证券研究院



分析师简介

刘萍，西安交通大学硕士，2017 年 10 月加入粤开证券研究院，现任建筑建材行业首席分析师。证书编号：S0300517100001。

研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@y kzq.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@y kzq.com

分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；
增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；
持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；
减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；
中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼粤开证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.ykzq.com