

2020年03月31日

中国铁建 (601186.SH)

公司快报

证券研究报告

建筑施工

## 业绩稳健现金流改善，净利润率维持历年最佳

■事项：公司发布2019年度报告，2019年实现营业收入8304.52亿元，比上年同期增加13.74%；实现归属于上市公司股东的净利润201.97亿元，比上年同期增加12.61%，扣非后同比增加9.70%。实现基本EPS 1.4元，拟每股派发现金股利0.21元（含税）。

■营收增速为自2014年最高水平，各业务营收均实现增长：公司2019年实现营业收入增速+13.74%，较2018年增速（+7.22%）提升6.52个pct，处于自2014年以来营收增速的最高水平。分季度来看，公司2019Q1~Q4分别实现营收同比增速19.32%、10.44%、15.22%、12.01%。从业务结构来看，公司各主业分别实现营收及增速（不考虑分部间抵销）：工程承包7245.45亿元（同比+14.15%）、房地产412.97亿元（同比+11.88%）、工业制造181.05亿元（同比+9.84%）、勘察设计咨询180.85亿元（同比+8.25%）、物流贸易718.57亿元（同比+11.22%）。各项主业均实现收入增长，且工程承包和房地产业务营收增速分别较上年同期提升5.48个pct和25.20个pct；工程承包业务收入占比达到87.25%（同比+0.31个pct），仍为最主要收入来源。从市场结构来看，境内业务实现营收7948.57亿元（同比+14.44%），占比95.71%（同比+0.58个pct）；海外业务实现营收355.95亿元（同比+0.11%），占比4.29%（同比-0.58个pct），境内营收实现较快增长。净利润增速方面，公司实现归母净利润增速+12.61%，较2018年增速（+11.70%）提升约1个pct，位于自2014年以来的第二高增速。单季度来看，2019Q1~Q4分别实现归属于上市公司股东的净利润同比增速13.56%、17.69%、16.54%、4.15%，19Q4净利润增速下滑，判断或由于投资收益减少及研发费用大幅增加所致。

■净利率维持历年最高水平，研发费用大幅增加：毛利率方面，报告期内公司综合毛利率达到9.64%，较2018年小幅下滑了0.14个pct。从业务结构来看，各主业毛利率分别为：工程承包7.46%（同比+0.19个pct）、房地产开发21.37%（同比-3.23个pct）、工业制造22.76%（同比-3.21个pct）、勘察设计32.06%（同比-2.06个pct）、物流贸易12.15%（同比+0.67个pct），期内工程承包业务毛利率有所提升。从毛利贡献占比来看，工程承包、房地产开发、物流贸易分别为67.46%（+2.81个pct）、11.02%（-1.70个pct）、10.90%（+0.52个pct）仍然为公司主要利润来源。分市场看，2019境内业务毛利率为9.58%（-0.02个pct），

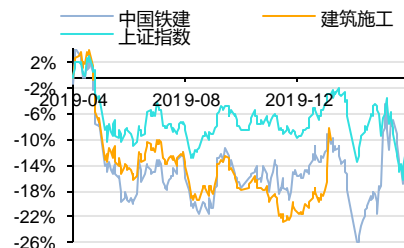
投资评级 **买入-A**  
维持评级

6个月目标价：**13.68元**  
股价（2020-03-30）**10.15元**

### 交易数据

总市值(百万元)	137,832.35
流通市值(百万元)	116,757.94
总股本(百万股)	13,579.54
流通股本(百万股)	11,503.25
12个月价格区间	8.48/12.18元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	11.46	10.23	1.15
绝对收益	6.84	0.59	-9.96

苏多永

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517030005

sudy@essence.com.cn

021-35082325

### 相关报告

中国铁建：所得税及少数  
股东损益拖累归母净利润，  
净利润率录得历年最佳/王鑫

2019-03-31

海外业务毛利率为 11.16% (-2.18 个 pct)，境内、外市场毛利率均有所下降。**期间费用方面**，2019 年公司期间费用率为 5.27% (同比+0.18 个 pct)，销售费用率、管理费用率、研发费用率及财务费用率分别为 0.65% (同比+0.05 个 pct)、2.19% (同比-0.17 个 pct)、1.99% (同比+0.41 个 pct)、0.44% (同比-0.10 个 pct)，其中研发费用增加较多，同比增加 +42.83%，主要因为期内研发力度加大。期内公司资产减值和信用减值损失增加 5.39 亿元，投资净收益同比减少 18.21 亿元。**净利率及 ROE 方面**，期内销售净利率为 2.72%，与 2018 年持平，保持公司上市以来最高水平；ROE (加权) 为 12.03%，较 2018 年水平有所提升。

■**经营现金流入大幅增加，负债率降至上市以来最低水平**：报告期内公司**经营性净现金流**为 400.06 亿元，较 2018 年净流入大幅增加 345.58 亿元 (+634.34%)，主要是本年提供建设服务、销售商品收到现金增加所致。**投资性净现金流**为 -501.69 亿元，较 2018 年净流出增加 9.25 亿元，主要为期内扩大对外投资所致。年报披露公司 2019 年资本开支为 353.31 亿元，比 2018 年增加 17.59 亿元，主要是增加对设备、设施、PPP 项目的投资所致。**筹资性净现金流**为 201.98 亿元，较 2018 年净流入减少 234.14 亿元 (-54.00%)，主要为期内归还借款所致。年报显示，期内公司短期借款/其他流动负债/长期借款同比增速分别为 -30.81%/18.60%/25.91%。报告期末公司**货币资金余额**为 1568.87 亿元，较 2018 年末增加 9.1%，主要为经营性现金流入对冲了筹资性和投资性现金流出。**资本结构方面**，期末公司资产负债率为 75.77%，较 2018 年末下降了 1.64 个 pct，为公司上市以来最低负债率水平，短期借款和应付债券均同比减少。**应收账款及应收票据方面**，期末公司应收票据及应收账款为 1224.44 亿元，较 2018 年末增加 133.54 亿元，或由于为期内公司业务规模扩大，应收账款提升。

■**新签合同增速大幅提升，地产销售额大幅增加，有望受益于基建投资增速修复**：公司 2019 年全年累计新签合同 20068.54 亿元，较 2018 年增长 26.66%。**从业务结构来看**，工程承包板块新签合同 17306.53 亿元，同比增长 27.97%，其中铁路/公路/城市轨交/房建/市政业务累计新签合同增速分别为 +23.24%、+11.43%、+71.43%、+48.50%、+14.61%；铁路、城市轨交和房建业务新签合同大幅提升，主要由于公司自身经营模式改善，持续获得多个重大铁路项目，国家城市化发展层面，多个城市轨交规划获批或启动建设，且公司积极参与了棚户区改造和老旧小区改造工程。非工程承包板块新签合同 2762.01 亿元，同比增长 13.76%，其中勘察设计/工业制造/物流贸易/房地产开发业务累计新签合同增速分别为 -15.71%、+5.78%、+10.90%、+34.20%。**2019 年公司房地产业务合约销售额达 1254.18 亿元，同比增加 34.20%，主要为期内公司加快项目去化，销售业绩出现回升**。**从地区结构来看**，境内业务实现新签合同 17376.12 亿元，同比增长 19.48%，占比 86.58%；海外

业务实现新签合同 2692.43 亿元，同比增长 106.76%，占比 13.42%。截至 2019 年末，公司未完合同额 32736.37 亿元，同比增长 20.86%，相当于公司 2019 年营业收入的 3.94 倍。从发展趋势上看，2020 年稳增长基调明确，基建政策持续加码，交通强国战略稳步推进，多地 2020 年重大项目投资计划出台。作为新基建的一大重要方向，城际高铁和轨道交通建设增量规模可观。今年地方政府专项债发行提速扩容，并向基建领域倾斜。公司作为国内基建央企巨头之一，有望持续受益于稳增长背景下的基建投资增速提升。

■**投资建议：**我们预测公司 2020 年-2022 年的收入增速预测分别为 11.0%、9.5%、9.1%，净利润增速分别为 12.2%、11.0%、10.3%，实现 EPS 分别为 1.67、1.85、2.04 元，维持公司买入-A 投资评级。6 个月目标价为 13.68 元。

■**风险提示：**宏观经济大幅波动风险，疫情控制不及预期，政策推进不及预期，国内基建投资增速下滑风险，海外项目执行不达预期风险，项目回款风险等。

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	730,123.0	830,452.2	921,801.9	1,009,373.1	1,101,226.0
净利润	17,935.3	20,197.4	22,659.6	25,143.0	27,732.4
每股收益(元)	1.32	1.49	1.67	1.85	2.04
每股净资产(元)	12.51	15.46	13.92	15.48	17.21
<b>盈利和估值</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
市盈率(倍)	7.7	6.8	6.1	5.5	5.0
市净率(倍)	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6
净利润率	2.5%	2.4%	2.5%	2.5%	2.5%
净资产收益率	10.6%	9.6%	12.0%	12.0%	11.9%
股息收益率	2.1%	0.0%	2.5%	2.8%	3.1%
ROIC	20.0%	24.0%	27.1%	21.5%	31.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	730,123.0	830,452.2	921,801.9	1,009,373.1	1,101,226.0	<b>成长性</b>					
减:营业成本	658,711.3	750,365.1	833,493.3	912,977.9	996,389.3	营业收入增长率	7.2%	13.7%	11.0%	9.5%	9.1%
营业税费	4,805.9	4,633.6	5,162.1	6,560.9	7,158.0	营业利润增长率	21.1%	9.1%	12.2%	11.3%	10.0%
销售费用	4,431.3	5,432.9	5,991.7	6,560.9	7,047.8	净利润增长率	11.7%	12.6%	12.2%	11.0%	10.3%
管理费用	17,235.6	18,151.3	37,793.9	41,384.3	45,150.3	EBITDA 增长率	65.8%	16.0%	-21.3%	5.0%	6.6%
财务费用	5,537.7	3,632.3	7,842.3	7,091.8	7,396.2	EBIT 增长率	94.5%	16.7%	-27.5%	7.1%	9.1%
资产减值损失	179.6	-1,493.8	632.0	640.0	600.0	NOPLAT 增长率	28.8%	3.5%	24.2%	6.8%	9.4%
加:公允价值变动收益	-226.3	656.5	-538.1	-152.5	-144.9	投资资本增长率	-13.5%	10.0%	34.7%	-24.2%	10.2%
投资和汇兑收益	1,401.2	-420.0	654.0	493.0	620.0	净资产增长率	16.1%	26.4%	-7.2%	9.8%	9.9%
<b>营业利润</b>	25,321.8	27,628.8	31,002.5	34,497.7	37,959.6	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-216.5	397.9	-325.0	64.0	53.3	毛利率	9.8%	9.6%	9.6%	9.6%	9.5%
<b>利润总额</b>	25,105.3	28,026.7	30,677.5	34,561.7	38,012.9	营业利润率	3.5%	3.3%	3.4%	3.4%	3.4%
减:所得税	5,266.9	5,403.0	5,920.8	6,749.9	7,336.5	净利润率	2.5%	2.4%	2.5%	2.5%	2.5%
<b>净利润</b>	17,935.3	20,197.4	22,659.6	25,143.0	27,732.4	EBITDA/营业收入	8.2%	8.3%	5.9%	5.7%	5.5%
						EBIT/营业收入	6.3%	6.5%	4.2%	4.1%	4.1%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	固定资产周转天数	24	22	17	10	5
货币资金	143,801.6	156,887.2	165,924.3	201,874.6	220,245.2	流动营业资本周转天数	-1	-13	-4	1	3
交易性金融资产	3,344.5	3,587.6	3,049.5	2,897.0	2,752.2	流动资产周转天数	321	305	324	324	325
应收账款	162,856.6	112,138.5	312,914.6	152,518.6	336,915.2	应收账款周转天数	90	60	83	83	80
应收票据	9,780.2	10,305.3	16,836.7	14,005.3	10,466.4	存货周转天数	105	77	87	90	84
预付账款	18,591.9	24,336.0	26,599.7	26,676.0	32,002.8	总资产周转天数	429	433	439	419	411
存货	159,891.4	194,891.6	248,639.0	254,234.7	262,477.7	投资资本周转天数	56	48	53	49	41
其他流动资产	152,011.1	253,667.8	128,128.8	259,994.0	213,930.2	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	10.6%	9.6%	12.0%	12.0%	11.9%
持有至到期投资	-	-	0.0	0.0	0.0	ROA	2.2%	2.1%	2.1%	2.4%	2.3%
长期股权投资	28,978.6	49,644.6	49,644.6	49,644.6	49,644.6	ROIC	20.0%	24.0%	27.1%	21.5%	31.0%
投资性房地产	5,644.1	5,357.8	5,357.8	5,357.8	5,357.8	<b>费用率</b>					
固定资产	50,300.6	50,891.8	36,063.5	21,235.2	6,407.0	销售费用率	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.6%
在建工程	4,428.4	5,614.8	5,614.8	5,614.8	5,614.8	管理费用率	2.4%	2.2%	4.1%	4.1%	4.1%
无形资产	50,667.0	59,881.4	59,004.3	58,127.2	57,250.1	财务费用率	0.8%	0.4%	0.9%	0.7%	0.7%
其他非流动资产	125,229.6	151,304.9	107,876.9	127,972.3	128,883.2	三费/营业收入	3.7%	3.3%	5.6%	5.5%	5.4%
<b>资产总额</b>	917,670.6	1,081,239.2	1,167,840.6	1,182,505.8	1,334,370.3	<b>偿债能力</b>					
短期债务	61,781.1	42,749.3	100,708.6	112,420.8	121,472.7	资产负债率	77.4%	75.8%	79.2%	77.4%	78.0%
应付账款	283,670.9	325,785.3	447,107.3	404,743.9	536,290.4	负债权益比	342.6%	312.7%	380.3%	342.8%	354.7%
应付票据	51,036.4	69,602.0	80,986.6	65,634.9	101,108.0	流动比率	1.09	1.10	1.08	1.09	1.11
其他流动负债	200,853.8	250,842.5	206,279.7	257,042.4	210,801.0	速动比率	0.82	0.81	0.78	0.78	0.84
长期借款	69,840.5	87,936.0	54,493.9	39,185.2	33,314.2	利息保障倍数	8.29	14.76	4.95	5.86	6.13
其他非流动负债	43,153.0	42,302.5	35,121.3	36,420.8	37,948.2	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	710,335.7	819,217.6	924,697.4	915,448.0	1,040,934.6	DPS(元)	0.21	-	0.26	0.29	0.32
少数股东权益	37,444.9	52,061.9	54,159.0	56,827.9	59,771.9	分红比率	15.9%	0.0%	15.5%	15.5%	15.5%
股本	13,579.5	13,579.5	13,579.5	13,579.5	13,579.5	股息收益率	2.1%	0.0%	2.5%	2.8%	3.1%
留存收益	136,432.5	156,257.2	175,404.6	196,650.4	220,084.2						
<b>股东权益</b>	207,334.9	262,021.6	243,143.1	267,057.8	293,435.7						
						<b>现金流量表</b>					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E						
净利润	19,838.4	22,623.7	22,659.6	25,143.0	27,732.4	<b>业绩和估值指标</b>					
加:折旧和摊销	13,820.1	15,725.0	15,705.4	15,705.4	15,705.4	EPS(元)	1.32	1.49	1.67	1.85	2.04
资产减值准备	179.6	1,493.8	632.0	640.0	600.0	BVPS(元)	12.51	15.46	13.92	15.48	17.21
公允价值变动损失	226.3	-656.5	-538.1	-152.5	-144.9	PE(X)	7.7	6.8	6.1	5.5	5.0
财务费用	5,496.9	5,597.6	7,842.3	7,091.8	7,396.2	PB(X)	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6
投资损失	-1,401.2	-2,790.3	-654.0	-493.0	-620.0	P/FCF	2.0	10.9	294.4	2.4	6.4
少数股东损益	1,903.1	2,426.3	2,097.1	2,668.9	2,944.1	P/S	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
营运资金的变动	-96,780.2	-49,692.3	-13,136.3	1,332.2	-29,217.4	EV/EBITDA	1.4	0.6	1.9	0.8	0.6
<b>经营活动产生现金流量</b>	5,447.9	40,005.8	34,607.9	51,935.7	24,395.8	CAGR(%)	11.9%	10.7%	13.5%	11.9%	10.7%
<b>投资活动产生现金流量</b>	-49,244.2	-50,168.9	7,871.4	-676.7	-154.2	PEG	0.6	0.6	0.4	0.5	0.5
<b>融资活动产生现金流量</b>	43,912.0	20,198.0	-33,442.1	-15,308.7	-5,871.0	ROIC/WACC	2.4	2.9	3.3	2.6	3.7
						REP	0.3	0.1	0.2	0.1	0.1

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

苏多永声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。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, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## ■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	李倩	北京基金组主管	18500075828	liqian1@essence.com.cn
	温鹏	北京基金组销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	夏坤	北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	曹琰	北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	张莹	北京保险组主管	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	姜东亚	北京保险组销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn
	张杨	北京保险组销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	王帅	北京保险组销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	13922833856	fanhq@essence.com.cn
	黎欢	深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	巢莫雯	深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn

## 安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034