

中国铁建 (601186.SH)

巨象起舞 Q4 订单再加速，超低估值配置价值突显

全年新签合同破 2.5 万亿增长 27%，Q4 继续加速，房建、市政等表现亮眼。公司公告 2020 年新签合同总额 25543 亿元，同比增长 27.3%，较前三季度增速加快 2.6 个 pct。Q4 单季新签合同 11637 亿元，同比增长 30.5%，较 Q3 单季小幅加速 0.7 个 pct，自一季度以来持续加速。具体细分来看，2020 年新签工程承包合同 22207 亿元，同比增长 28.3%，其中铁路/公路/其他分别新签 2892/2622/16694 亿元，增速分别为 10.7%/-19.3%/45.9%，较前三季度增速变化-8.8/+0.3/+2 个 pct。新签订单加速主要是其他类订单增长带动，预计主要是市政与房建订单表现较为突出。新签勘察设计合同 226 亿元，同比大幅增长 51.1%。其他非工程承包类订单中工业制造/房地产开发/物流与贸易/其他业务等分别增长 33.8%/0.9%/25.9%/105.4%，全年均克服疫情影响实现正增长，显示出龙头的经营韧性。三季度末在手订单 36634 亿元，同比增长 24.4%，为 2019 年收入的 4.2 倍，充裕订单有望保障公司未来收入稳健增长。

分拆下属铁建重工至科创板上市申请获上交所通过，拟募集 78 亿资金将优化资产负债结构。根据招股说明书，铁建重工主要从事掘进机装备、轨道交通设备和特种专业装备的设计、研发、制造和销售，成功研制 50 多项全球或全国首台（套）装备产品，有力改变了隧道掘进机等高端地下工程装备长期被国外垄断的局面，是国内具备较强竞争力的高端装备制造企业。2017-2019 年收入分别为 66/79/73 亿元，归母净利润分别为 11.4/16.1/15.3 亿元。此次拟募集资金 77.9 亿元，拟发行股数不超过发行后总股本的 25%，发行后铁建持股下降至 75%。按照发行 25%股本计算，铁建重工整体估值约 312 亿元，铁建持股比例对应价值约 234 亿，占目前铁建总市值的 23.5%。此次分拆铁建重工上市，有望加快其在高端装备领域发展，同时也是对央企下属优质资产潜在价值的进一步发掘，募集 78 亿资金也有望优化铁建资产负债结构，实现多重收益。

国资委表态从降杠杆转向稳杠杆，建筑央企有望加速在手项目推进。国资委秘书长在国新办新闻发布会上表示：“将在巩固三年降杠杆工作成果的基础上，由降杠杆向稳杠杆转变，确保大多数企业负债率保持稳定。”“18-20 年建筑央企受到国资委降低资产负债率考核，融资与项目推进受到较多约束。目前国资委明确表态由降杠杆转向稳杠杆，预计建筑央企将有更加灵活的融资方式，减少高成本的永续债融资，有效降低融资成本，同时在更少约束下投入更多资源来加快在手项目执行，收入有望进一步提速。

投资建议：预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 216/244/268 亿元，分别增长 7%/13%/10%，EPS1.59/1.79/1.97 元，当前股价对应 PE 分别为 5.0/4.4/4.0 倍，目前 PB 为 0.60 倍，处于历史最低区间，维持“买入”评级。

风险提示：政策变化和 execution 风险、海内外疫情变化风险、项目执行进度不达预期风险、融资环境收紧风险。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	730,123	830,452	931,969	1,023,689	1,095,567
增长率 yoy (%)	7.2	13.7	12.2	9.8	7.0
归母净利润 (百万元)	17,935	20,197	21,605	24,359	26,759
增长率 yoy (%)	11.7	12.6	7.0	12.7	9.9
EPS 最新摊薄 (元/股)	1.32	1.49	1.59	1.79	1.97
净资产收益率 (%)	9.6	8.6	8.5	8.8	8.9
P/E (倍)	6.0	5.3	5.0	4.4	4.0
P/B (倍)	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5

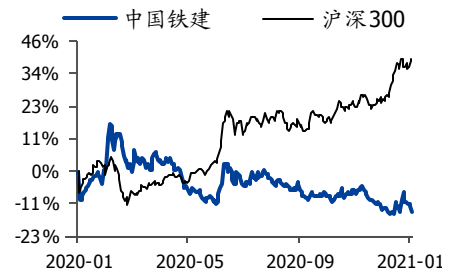
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (维持)

股票信息

行业	基础设施建设
前次评级	买入
最新收盘价	7.91
总市值(百万元)	107,414.17
总股本(百万股)	13,579.54
其中自由流通股(%)	84.71
30 日日均成交量(百万股)	55.04

股价走势



作者

分析师 程龙戈

执业证书编号：S0680518010003

邮箱：chenglongge@gszq.com

分析师 何亚轩

执业证书编号：S0680518030004

邮箱：heyaxuan@gszq.com

分析师 廖文强

执业证书编号：S0680519070003

邮箱：liaowenqiang@gszq.com

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

相关研究

- 《中国铁建 (601186.SH)：Q3 营收高增订单强劲，低估值具备吸引力》2020-10-31
- 《中国铁建 (601186.SH)：Q2 营收与业绩大幅反弹，经营趋势有望持续向上》2020-08-29
- 《中国铁建 (601186.SH)：业绩受疫情影响，Q2 有望加速回升》2020-04-30

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	650277	755814	793351	879077	930391
现金	143802	156887	151563	172387	221906
应收票据及应收账款	109163	122444	137475	148024	157521
其他应收款	63474	60100	78580	73749	89276
预付账款	18592	24336	23840	29077	27555
存货	159891	194892	204738	258685	236978
其他流动资产	155356	197155	197155	197155	197155
非流动资产	267393	325425	336415	360387	376275
长期投资	28979	49645	71287	93181	115311
固定资产	50301	50892	43327	35303	26876
无形资产	50667	59881	67315	73021	77994
其他非流动资产	137447	165007	154486	158882	156094
资产总计	917671	1081239	1129765	1239464	1306666
流动负债	597342	688979	714581	795800	830058
短期借款	61781	42749	62000	82000	102000
应付票据及应付账款	334707	395387	426997	474812	489735
其他流动负债	200854	250843	225585	238988	238323
非流动负债	112993	130239	131967	135828	141623
长期借款	107299	114080	115808	119669	125464
其他非流动负债	5695	16159	16159	16159	16159
负债合计	710336	819218	846548	931628	971680
少数股东权益	37445	52062	54505	57345	60418
股本	13580	13580	13580	13580	13580
资本公积	40434	44155	44155	44155	44155
留存收益	95998	112102	132497	155587	180920
归属母公司股东权益	169890	209960	228713	250491	274568
负债和股东权益	917671	1081239	1129765	1239464	1306666

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	5448	40006	29161	38857	58878
净利润	19838	22624	24048	27199	29832
折旧摊销	13613	15523	11366	12082	12839
财务费用	5538	3632	4488	5025	5826
投资损失	-1401	420	-366	-421	-442
营运资金变动	-42329	25586	-10110	-4550	11396
其他经营现金流	10189	-27779	-265	-478	-572
投资活动现金流	-49244	-50169	-21724	-35155	-27713
资本支出	32339	32265	-821	-2837	-3784
长期投资	-17588	-17649	-21642	-22182	-22130
其他投资现金流	-34493	-35553	-44187	-60175	-53628
筹资活动现金流	43912	20198	-12761	17123	18353
短期借款	32282	-19032	19251	20000	20000
长期借款	12794	6781	1728	3861	5795
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	6	3720	0	0	0
其他筹资现金流	-1170	28728	-33740	-6739	-7441
现金净增加额	695	10206	-5324	20824	49519

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	730123	830452	931969	1023689	1095567
营业成本	658711	750365	845217	926847	991327
营业税金及附加	4806	4634	6058	6756	7231
营业费用	4431	5433	6035	6588	6990
管理费用	17236	18151	21528	24159	25198
研发费用	11572	16528	18639	20474	21911
财务费用	5538	3632	4488	5025	5826
资产减值损失	180	-1494	857	1024	1096
其他收益	260	415	165	199	238
公允价值变动收益	-226	657	100	280	335
投资净收益	1401	-420	366	421	442
资产处置收益	530	279	165	198	237
营业利润	25322	27629	29943	33915	37241
营业外收入	1097	975	1094	1064	1057
营业外支出	1314	577	752	847	872
利润总额	25105	28027	30284	34132	37426
所得税	5267	5403	6236	6933	7594
净利润	19838	22624	24048	27199	29832
少数股东损益	1903	2426	2443	2840	3073
归属母公司净利润	17935	20197	21605	24359	26759
EBITDA	45230	48963	47783	53488	58015
EPS (元)	1.32	1.49	1.59	1.79	1.97

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	7.2	13.7	12.2	9.8	7.0
营业利润(%)	21.1	9.1	8.4	13.3	9.8
归属于母公司净利润(%)	11.7	12.6	7.0	12.7	9.9
获利能力					
毛利率(%)	9.8	9.6	9.3	9.5	9.5
净利率(%)	2.5	2.4	2.3	2.4	2.4
ROE(%)	9.6	8.6	8.5	8.8	8.9
ROIC(%)	6.9	6.5	6.7	6.9	6.8
偿债能力					
资产负债率(%)	77.4	75.8	74.9	75.2	74.4
净负债比率(%)	24.2	19.0	17.6	17.4	9.3
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
速动比率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	5.6	7.2	7.2	7.2	7.2
应付账款周转率	2.0	2.1	2.1	2.1	2.1
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.32	1.49	1.59	1.79	1.97
每股经营现金流(最新摊薄)	0.40	2.95	2.15	2.86	4.34
每股净资产(最新摊薄)	11.01	12.50	13.88	15.49	17.26
估值比率					
P/E	6.0	5.3	5.0	4.4	4.0
P/B	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	4.2	4.2	4.4	4.0	3.4

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

图表 1: 中国铁建历史订单累计值

时间	新签合同额		工程承包										勘察设计		工业制造		房地产开发		物流与物资贸易		其他业务		境内新签		境外新签		累计同比
	合计	比	合计	比	铁路工程	公路工程	其他	勘察咨询	比	比	比	比	比	比	比	比	比	比	比	比	比	比	比	比	比		
17Q1	2,616	46.0%	2,182	47.3%	216	-52.9%	604	75.6%	1,362	100.6%	58	71.7%	67	34.6%	127	73.9%	175	25.0%	6	-56.0%	2,389	44.8%	227	59.1%			
17Q2	5,517	46.9%	4,547	51.6%	568	-41.9%	1,367	107.4%	2,613	91.7%	96	6.5%	115	18.4%	351	68.6%	388	18.7%	20	-43.3%	5,066	44.8%	451	74.6%			
17Q3	8,465	24.7%	7,098	24.7%	1,285	-21.5%	2,032	78.9%	3,781	29.5%	143	54.1%	158	6.5%	493	44.5%	552	15.9%	22	-45.7%	7,927	24.9%	538	20.7%			
17Q4	15,083	23.7%	12,932	22.1%	2,153	-18.8%	3,979	52.0%	6,800	27.8%	171	36.5%	284	42.2%	684	38.3%	823	26.7%	189	46.2%	14,033	26.3%	1,050	-2.7%			
18Q1	2,799	7.0%	2,367	8.5%	272	26.1%	632	4.7%	1,462	7.4%	57	-2.2%	51	-24.1%	136	7.2%	157	-10.3%	30	382.5%	2,666	11.6%	133	-41.5%			
18Q2	6,090	10.4%	4,969	9.3%	827	45.7%	1,156	-15.4%	2,986	14.3%	119	23.6%	106	-7.6%	410	16.9%	430	11.0%	56	181.5%	5,402	6.6%	689	52.7%			
18Q3	8,917	5.3%	7,306	2.9%	1,282	-0.2%	1,556	-23.4%	4,468	18.2%	159	10.8%	159	0.7%	579	17.6%	631	14.4%	83	285.0%	8,152	2.8%	765	42.1%			
18Q4	15,845	5.1%	13,524	4.6%	2,120	-1.5%	2,915	-26.7%	8,488	24.8%	177	3.7%	244	-14.1%	935	36.6%	863	4.8%	103	-45.6%	14,543	3.6%	1,302	24.0%			
19Q1	2,974	6.3%	2,516	6.3%	346	27.3%	697	10.3%	1,472	0.7%	42	-26.7%	58	13.5%	137	0.3%	188	19.9%	33	9.8%	2,874	7.8%	100	-24.5%			
19Q2	7,187	18.0%	6,119	23.1%	981	18.6%	1,165	0.8%	3,973	33.1%	78	-34.8%	99	-6.9%	398	-2.9%	433	0.6%	60	8.7%	6,460	19.6%	727	5.6%			
19Q3	11,152	25.1%	9,519	30.3%	1,472	14.8%	1,971	26.7%	6,076	36.0%	118	-25.8%	142	-10.9%	610	5.3%	666	5.6%	98	17.6%	10,166	24.7%	986	29.0%			
19Q4	20,069	26.7%	17,307	28.0%	2,613	23.2%	3,248	11.4%	11,445	34.8%	149	-15.7%	258	5.8%	1,254	34.2%	957	10.9%	144	39.7%	17,376	19.5%	2,692	106.8%			
20Q1	3,402	14.4%	3,070	22.0%	530	53.1%	421	-39.7%	2,120	44.0%	80	89.9%	19	-67.4%	79	-42.6%	127	-32.7%	28	-15.4%	2,934	2.1%	468	366.6%			
20Q2	8,759	21.9%	7,653	25.1%	1,226	25.0%	1,073	-7.9%	5,354	34.8%	145	86.4%	122	24.1%	320	-19.7%	440	1.7%	79	30.1%	7,994	23.8%	764	5.1%			
20Q3	13,906	24.7%	12,085	27.0%	1,759	19.5%	1,585	-19.6%	8,742	43.9%	190	61.8%	185	30.3%	599	-1.8%	733	10.1%	114	16.1%	12,800	25.9%	1,106	12.1%			
20Q4	25,543	27.3%	22,207	28.3%	2,892	10.7%	2,622	-19.3%	16,694	45.9%	226	51.1%	345	33.8%	1,265	0.9%	1,204	25.9%	296	105.4%	23,215	33.6%	2,328	-13.5%			

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 2: 中国铁建历史订单单季值

时间	新签合同额		工程承包										勘察设计		工业制造		房地产开发		物流与物资贸易		其他业务		境内新签		境外新签		单季同比
	合计	比	合计	比	铁路工程	公路工程	其他	勘察咨询	比	比	比	比	比	比	比	比	比	比	比	比	比	比	比	比			
17Q1	2,616	46.0%	2,182	47.3%	216	-52.9%	604	75.6%	1,362	100.6%	58	71.7%	67	34.6%	127	73.9%	175	25.0%	6	-56.0%	2,389	44.8%	227	59.1%			
17Q2	2,901	47.7%	2,366	55.8%	352	-32.2%	763	142.0%	1,251	82.8%	38	-32.7%	47	1.0%	224	65.8%	213	13.9%	13	-34.6%	2,677	44.8%	224	93.7%			
17Q3	2,948	-2.8%	2,551	-5.3%	717	8.9%	665	39.5%	1,168	-25.0%	47	1974.9%	43	-16.0%	142	6.6%	164	9.7%	2	-62.3%	2,861	0.5%	88	-53.3%			
17Q4	6,618	22.5%	5,834	19.0%	867	-14.5%	1,947	31.3%	3,019	25.7%	28	-14.1%	126	145.2%	191	24.5%	272	56.6%	168	87.1%	6,106	28.1%	511	-19.1%			
18Q1	2,799	7.0%	2,367	8.5%	272	26.1%	632	4.7%	1,462	7.4%	57	-2.2%	51	-24.1%	136	7.2%	157	-10.3%	30	382.5%	2,666	11.6%	133	-41.4%			
18Q2	3,292	13.5%	2,602	10.0%	555	57.7%	524	-31.4%	1,523	21.8%	62	63.4%	55	15.9%	274	22.4%	273	28.5%	25	88.1%	2,736	2.2%	556	148.1%			
18Q3	2,826	-4.1%	2,336	-8.4%	455	-36.6%	400	-39.9%	1,482	26.8%	39	-15.7%	53	22.8%	169	19.3%	201	22.4%	28	1374%	2,750	-3.9%	76	-12.9%			
18Q4	6,928	4.7%	6,218	6.6%	838	-3.3%	1,359	-30.2%	4,021	33.2%	19	-33.0%	85	-32.6%	355	85.6%	232	-14.7%	20	-88.3%	6,391	4.7%	537	5.1%			
19Q1	2,974	6.3%	2,516	6.3%	346	27.3%	697	10.2%	1,472	0.7%	42	-26.7%	58	13.5%	137	0.3%	188	19.9%	33	9.8%	2,874	7.8%	100	-24.5%			
19Q2	4,213	28.0%	3,603	38.5%	635	14.3%	468	-10.6%	2,500	64.1%	36	-42.3%	40	-26.0%	262	-4.5%	245	-10.4%	27	7.5%	3,587	31.1%	626	12.7%			
19Q3	3,965	40.3%	3,400	45.5%	491	7.9%	806	101.6%	2,103	41.9%	40	1.5%	43	-18.9%	211	25.1%	233	16.4%	37	35.2%	3,706	34.8%	260	240.2%			
19Q4	8,916	28.7%	7,788	25.2%	1,142	36.2%	1,277	-6.1%	5,369	33.5%	32	70.7%	116	37.0%	644	81.4%	290	25.2%	46	133.4%	7,210	12.8%	1,706	217.5%			
20Q1	3,402	14.4%	3,070	22.0%	530	53.1%	421	-39.7%	2,120	44.0%	80	89.9%	19	-67.4%	79	-42.6%	127	-32.7%	28	-15.3%	2,934	2.1%	468	366.6%			
20Q2	5,356	27.1%	4,582	27.2%	696	9.7%	652	39.3%	3,234	29.3%	65	82.2%	103	155.7%	241	-7.8%	314	28.1%	51	85.4%	5,060	41.1%	296	-52.7%			
20Q3	5,148	29.8%	4,433	30.4%	532	8.5%	512	-36.5%	3,388	61.1%	45	13.9%	62	44.6%	279	31.9%	293	25.6%	35	-6.6%	4,806	29.7%	342	31.6%			
20Q4	11,637	30.5%	10,122	30.0%	1,133	-0.7%	1,037	-18.8%	7,952	48.1%	35	11.2%	161	38.0%	667	3.4%	471	62.1%	182	295.7%	10,415	44.4%	1,222	-28.4%			

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com