

中国铁建 (601186)

证券研究报告

2021年04月01日

20Q4 盈利能力明显修复，新签延续高增

20Q4 盈利能力明显修复，订单充沛支撑收入较快增长，维持“买入”评级

公司发布 20FY 年报，20FY 实现营收 9,103 亿，yoy+9.6%，归母净利润 224 亿，yoy+10.9%；其中单 20Q4 收入 2,863 亿，yoy+6.4%，归母净利 75 亿，yoy+36.4%，20Q4 业绩超我们及市场预期。20Q4 盈利能力明显修复，降本增效、两金压减持续推进，料后续仍有较大修复空间。降杆杆成效明显，新签延续高增，在手订单充沛，后续收入有扎实支撑。预计公司 21-23 年归母净利分别为 263/304/351 亿，维持“买入”评级。

20Q4 盈利能力明显修复，工程承包收入增长强劲

公司 20Q1-4 单季收入 yoy 分别 -8%/15%/22%/6%，20Q1-4 单季度归母净利 yoy 分别 -24%/18%/3%/36%。20Q4 收入增幅放缓，或源于部分大型项目收入结转时点影响，盈利能力迎来修复或主要源于推进项目结构优化。分业务看，20FY 工程承包/勘察设计咨询/工业制造/地产开发/物流贸易等业务收入 yoy 分别为 12%/2%/0%/-1%/7%，工程承包占比同增 2pct 至 89%。受益充足订单支撑，主业工程承包业务收入增长强劲。全年综合毛利率同减 0.4pct 至 9.3%，主因毛利率较低的工程承包业务毛利率同减 0.3pct 至 7.2% 及其收入占比提升。疫情致额外支出增加，阶段性拖累毛利率，判断后续有修复空间。费用管控效果继续显现(20FY 期间费用率同减 0.2pct 至 5.1%)、应收账款周转提速致减值影响边际减弱(20FY 减值损失占收入比例同减 0.2pct 至 0.4%)，对冲毛利率下滑拖累，20FY 归母净利率同增 0.1pct 至 2.5%。

负债率低至 75%以下，新签继续高增，在手订单充沛

截止 20FY 末，公司资产负债率 74.8%，完成国资委考核目标，降负债行动卓有成效，或许继续降杆杆压力边际缓解。20FY 公司新签合同额 2.6 万亿，同增 27%，其中 20Q4 新签 1.2 万亿，同增 31%。分业务看，20FY 工程承包/勘察设计咨询/工业制造/地产开发/物流贸易等新签 yoy 分别 28%/51%/34%/1%/26%，工程承包新签合同额占比同增 1%至 87%，连续 2 年实现 20%+同比增速，房建及市政工程新签尤为亮眼。截止 20FY 末，公司在手未完合同额 4.3 万亿，同增 32%，为同期收入之 4.7 倍，在手订单非常充足，后续收入有扎实支撑。近年订单收入转化周期略有拉长，源于大型项目及投资类项目占比提升，我们判断后续进一步拉长空间有限。

预计 21-23 年归母净利 YoY 分别为 17%/16%/16%，维持“买入”评级

我们判断基建投资趋稳，央企受益资质、施工能力优势，中长期份额或持续提升。我们上调公司 21/22 年盈利预测 263/304 亿(前值 241/266 亿)，新增 23 年归母净利预测为 351 亿，预计 21-23 年 YoY 分别为 17%/16%/16%，当前可比公司 21 年 PE 均值及中位数分别为 6.3x/5.8x，认可给予公司 21 年 6x 目标 PE，对应目标价 11.58 元，维持“买入”评级。

风险提示：基建投资增速不及预期；央企项目拓展受限致优势弱化。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	830,452.16	910,324.76	1,043,104.54	1,227,691.94	1,389,714.98
增长率(%)	13.74	9.62	14.59	17.70	13.20
EBITDA(百万元)	69,324.74	71,513.92	45,029.68	51,687.94	58,990.38
净利润(百万元)	20,197.38	22,392.98	26,251.84	30,359.79	35,090.94
增长率(%)	12.61	10.87	17.23	15.65	15.58
EPS(元/股)	1.49	1.65	1.93	2.24	2.58
市盈率(P/E)	5.39	4.86	4.14	3.58	3.10
市净率(P/B)	0.52	0.43	0.52	0.46	0.41
市销率(P/S)	0.13	0.12	0.10	0.09	0.08
EV/EBITDA	0.63	0.01	(0.46)	(1.15)	(1.59)

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	8.01 元
目标价格	11.58 元

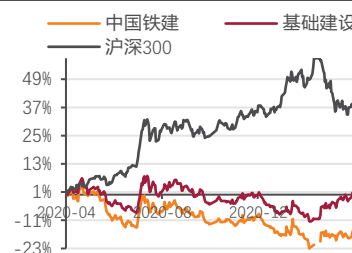
基本数据

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)	92,141.00
流通 A 股市值(百万元)	92,141.00
每股净资产(元)	13.70
资产负债率(%)	74.76
一年内最高/最低(元)	10.25/7.28

作者

鲍荣富	分析师
SAC 执业证书编号: S1110520120003	
baorongfu@tfzq.com	
王涛	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521010001	
wangtaoa@tfzq.com	

股价走势



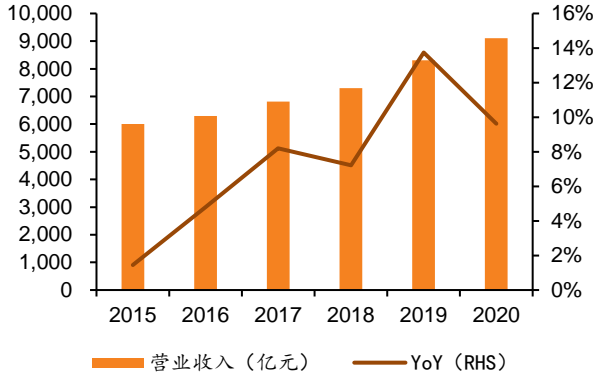
资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《中国铁建-季报点评:房建订单大幅增加,费用率持续下降》2020-11-02
- 《中国铁建-半年报点评:上半年新签订单高增长,毛利率、费用率同降》2020-08-30
- 《中国铁建-年报点评报告:订单业绩稳健增长,经营现金流改善明显》2020-03-31

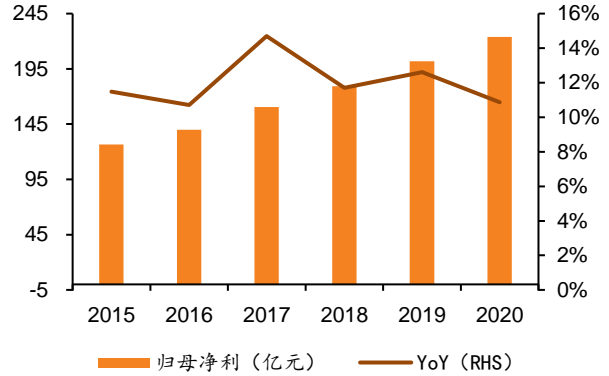
公司历年经营情况及可比公司估值表

图 1: 公司 2015-2020 年营收及同比增速



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 2: 公司 2015-2020 年归母净利润及同比增速



资料来源: Wind、天风证券研究所

表 1: 可比公司估值情况

股票代码	公司名称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)			P/E		
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
601390.SH	中国中铁	1,452.1	5.91	0.96	1.03	1.14	6.1	5.8	5.2
601668.SH	中国建筑	2,178.0	5.19	1.00	1.08	1.20	5.2	4.8	4.3
601800.SH	中国交建	1,149.4	7.11	1.24	1.00	1.37	5.7	7.1	5.2
601618.SH	中国中冶	708.7	3.42	0.32	0.38	0.42	10.7	9.0	8.1
601117.SH	中国化学	344.8	6.99	0.62	0.71	0.86	11.3	9.8	8.1
600068.SH	葛洲坝	349.0	7.58	1.18	0.93	1.30	6.4	8.2	5.8
平均值							7.7	7.5	6.3
中位数							6.4	8.1	5.8
601186.SH	中国铁建	1,087.7	8.01	1.49	1.65	1.93	5.4	4.9	4.1

注: 股价时间 2021/03/31; 除中国铁建外, 其他业绩预测源自 Wind 一致预期; 中国中铁、中国交建、中国中冶、葛洲坝 20 年 EPS 为年报数据

资料来源: 公司公告, Wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	156,887.18	187,997.05	208,620.91	245,538.39	277,943.00
应收票据及应收账款	122,443.81	143,939.02	140,017.22	187,367.30	175,502.72
预付账款	24,335.98	24,316.49	30,013.73	34,198.41	38,726.77
存货	194,891.58	232,358.73	282,346.26	285,346.84	373,160.84
其他	239,145.56	255,845.44	272,629.49	294,059.58	305,620.59
流动资产合计	737,704.10	844,456.73	933,627.61	1,046,510.52	1,170,953.92
长期股权投资	49,644.63	70,621.04	70,621.04	70,621.04	70,621.04
固定资产	50,891.77	56,111.92	56,459.93	55,529.07	53,817.87
在建工程	5,614.80	7,552.11	4,567.27	2,788.36	1,703.02
无形资产	59,881.38	70,401.03	69,330.91	68,260.79	67,190.67
其他	156,662.65	174,566.25	184,340.54	194,114.83	204,066.32
非流动资产合计	322,695.23	379,252.35	385,319.69	391,314.09	397,398.91
资产总计	1,081,239.21	1,242,792.80	1,336,582.42	1,457,010.85	1,586,987.86
短期借款	42,749.27	49,879.07	54,511.60	57,428.17	61,713.54
应付票据及应付账款	395,387.28	433,618.28	501,740.72	595,483.37	652,538.89
其他	250,842.53	286,127.22	347,629.54	340,772.86	373,872.25
流动负债合计	688,979.08	769,624.57	903,881.87	993,684.40	1,088,124.68
长期借款	87,936.04	111,018.15	110,918.15	110,768.15	110,768.15
应付债券	26,143.89	26,111.85	26,127.87	26,127.87	26,122.53
其他	16,158.63	22,399.14	23,399.14	24,399.14	25,399.14
非流动负债合计	130,238.56	159,529.14	160,445.16	161,295.16	162,289.82
负债合计	819,217.64	929,153.71	1,064,327.03	1,154,979.56	1,250,414.50
少数股东权益	52,061.90	59,341.33	62,609.70	66,579.78	71,294.54
股本	13,579.54	13,579.54	13,579.54	13,579.54	13,579.54
资本公积	44,154.73	44,158.85	44,158.85	44,158.85	44,158.85
留存收益	156,257.20	173,752.08	196,066.14	221,871.97	251,699.27
其他	(4,031.79)	22,807.29	(44,158.85)	(44,158.85)	(44,158.85)
股东权益合计	262,021.57	313,639.09	272,255.39	302,031.29	336,573.36
负债和股东权益总计	1,081,239.21	1,242,792.80	1,336,582.42	1,457,010.85	1,586,987.86

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	22,623.69	25,708.67	26,251.84	30,359.79	35,090.94
折旧摊销	15,725.01	15,624.58	3,766.95	3,859.90	3,916.66
财务费用	5,597.64	5,262.58	5,171.78	5,845.75	6,384.07
投资损失	(2,790.32)	(1,844.66)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(4,279.69)	10,086.93	53,695.08	(539.10)	(9,371.36)
其它	3,129.50	(14,728.85)	3,681.35	3,970.08	4,714.76
经营活动现金流	40,005.84	40,109.25	92,567.00	43,496.41	40,735.08
资本支出	36,809.13	48,252.67	(940.00)	(920.00)	(950.00)
长期投资	20,666.08	20,976.41	0.00	0.00	0.00
其他	(107,644.07)	(119,526.75)	1,502.65	(711.13)	1,451.21
投资活动现金流	(50,168.86)	(50,297.67)	562.65	(1,631.13)	501.21
债权融资	191,501.27	215,582.42	219,152.32	224,604.23	227,420.25
股权融资	20,491.74	23,753.08	(71,979.36)	(5,687.19)	(6,225.51)
其他	(191,795.02)	(201,096.47)	(219,678.75)	(223,864.85)	(230,026.43)
筹资活动现金流	20,198.00	38,239.03	(72,505.79)	(4,947.80)	(8,831.69)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	10,034.98	28,050.61	20,623.86	36,917.48	32,404.61

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	830,452.16	910,324.76	1,043,104.54	1,227,691.94	1,389,714.98
营业成本	750,365.07	825,987.27	942,945.91	1,108,832.05	1,254,235.08
营业税金及附加	4,633.55	3,733.32	4,277.86	5,034.87	5,699.34
营业费用	5,432.86	5,667.87	6,494.58	7,643.86	8,652.65
管理费用	18,151.26	19,038.44	22,948.30	28,236.91	31,963.44
研发费用	16,527.80	18,605.95	21,319.81	25,092.56	28,404.12
财务费用	3,632.35	3,252.81	5,171.78	5,845.75	6,384.07
资产减值损失	(1,493.80)	(1,023.34)	4,268.33	5,023.65	5,686.64
公允价值变动收益	656.54	105.83	412.98	0.00	0.00
投资净收益	(420.04)	(929.93)	0.00	0.00	0.00
其他	5,337.79	4,865.95	(825.96)	(0.00)	0.00
营业利润	27,628.78	31,020.59	36,090.95	41,982.30	48,689.65
营业外收入	974.71	1,068.36	1,068.36	1,068.36	1,068.36
营业外支出	576.84	598.40	1,000.00	1,000.00	1,000.00
利润总额	28,026.65	31,490.55	36,159.31	42,050.65	48,758.01
所得税	5,402.96	5,781.88	6,639.09	7,720.78	8,952.30
净利润	22,623.69	25,708.67	29,520.22	34,329.87	39,805.71
少数股东损益	2,426.31	3,315.69	3,268.38	3,970.08	4,714.76
归属于母公司净利润	20,197.38	22,392.98	26,251.84	30,359.79	35,090.94
每股收益(元)	1.49	1.65	1.93	2.24	2.58

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	13.74%	9.62%	14.59%	17.70%	13.20%
营业利润	9.11%	12.28%	16.35%	16.32%	15.98%
归属于母公司净利润	12.61%	10.87%	17.23%	15.65%	15.58%
获利能力					
毛利率	9.64%	9.26%	9.60%	9.68%	9.75%
净利率	2.43%	2.46%	2.52%	2.47%	2.53%
ROE	9.62%	8.81%	12.52%	12.89%	13.23%
ROIC	23.99%	24.19%	22.83%	48.59%	66.77%
偿债能力					
资产负债率	75.77%	74.76%	79.63%	79.27%	78.79%
净负债率	13.21%	8.80%	3.87%	-6.93%	-15.01%
流动比率	1.10	1.12	1.05	1.07	1.09
速动比率	0.81	0.82	0.74	0.78	0.75
营运能力					
应收账款周转率	7.17	6.83	7.35	7.50	7.66
存货周转率	4.68	4.26	4.05	4.33	4.22
总资产周转率	0.83	0.78	0.81	0.88	0.91
每股指标(元)					
每股收益	1.49	1.65	1.93	2.24	2.58
每股经营现金流	2.95	2.95	6.82	3.20	3.00
每股净资产	15.46	18.73	15.44	17.34	19.54
估值比率					
市盈率	5.39	4.86	4.14	3.58	3.10
市净率	0.52	0.43	0.52	0.46	0.41
EV/EBITDA	0.63	0.01	-0.46	-1.15	-1.59
EV/EBIT	0.81	0.01	-0.50	-1.24	-1.70

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