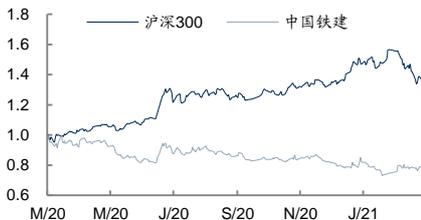


证券研究报告—动态报告
建筑工程
建筑施工
中国铁建(601186)
买入

2020 年年报点评

(维持评级)

2021 年 04 月 02 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	13580/11503
总市值/流通(百万元)	99763/90991
上证综指/深圳成指	3446/13810
12 个月最高/最低(元)	8.76/7.28

相关研究报告:

《国信证券-中国铁建(601186.SH): 2019 年年报点评: 业绩稳健, 订单提速》——2020-04-02

《国信证券-中国铁建-601186-深度报告-基建龙头, 低估值价值凸显》——2021-03-17

证券分析师: 周松

电话: 021-60875163

E-MAIL: zhou song@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518030001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

业绩稳健, 估值吸引力突出

● 业绩稳健, 符合预期

公司 2020 年实现营收 9103 亿元, 同比增长 9.6%, 实现归母净利润 224 亿元, 同比增长 10.9%, 业绩基本符合预期。公司是我国最大的基础设施建设集团之一, 主营业务是铁路、公路、市政、房建等领域的工程承包, 在高原、高寒等设计施工领域享有世界领先的技术优势。2008 年上市至今收入复合增速为 12%, 归母净利润复合增速为 17%。

● 期间费用率下降, 盈利能力提升

公司 2020 年毛利率为 9.26%, 同比下降 0.38pct; 净利率为 2.82%, 同比提高 0.1pct。期间费用率为 5.12%, 同比下降 0.15pct; 其中管理费用率下降 0.04pct 至 4.14%, 财务费用率下降 0.08pct 至 0.36%, 销售费用率提升 0.03pct 至 0.62%。资产负债率为 74.76%, 比 2019 年下降 1.01pct。2020 年实现经营性净现金流 401 亿, 与去年基本持平。

● 订单充沛保障业绩, 多元业务迸发活力

公司 2020 年新签订单 25543 亿元, 同比增长 27%, 近五年新签订单 CAGR 达 20%。公司新签订单市占率从 2014 年 4.5% 提升至 2020 年的 8.8%, 集中度持续提升。公司在手未完工订单超 3 万亿元, 创历史新高。公司在铁路、公路、城轨、房建、市政五个领域呈现出“五足鼎立”的局面, 互补效应明显。市政等高毛利率业务增长较快, 占比逐步提升, 铁路等低毛利率业务占比下滑, 业务结构优化助力公司盈利能力持续提升。工业制造、物流贸易等多元业务盈利能力强, 增长潜力大。BOT、PPP 等投融资项目陆续进入运营期, 盈利能力和现金流改善, 公司向“综合运营商”转型, 有望提升估值。

● 投资建议: 低估值基建龙头, 维持“买入”评级

公司新签订单提速, 在手订单充沛, 我们略微上调公司的盈利预测, 2021 年利润由 240 亿元上调至 250 亿元, 预计公司 2021-2023 年利润分别为 250/273/299 亿元, EPS 分别为 1.84/2.01/2.20 元, 当前股价对应 PE 为 4.3/3.9/3.6 倍, 我们认为公司 2021 年合理估值区间为 7-8 倍, 对应股价 12.88-14.72 元, 维持“买入”评级。

● 风险提示: 应收账款坏账, 基建投资放缓, 项目进度不及预期等。
盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	830,452	910,325	1,013,534	1,129,015	1,248,962
(+/-%)	13.7%	9.6%	11.3%	11.4%	10.6%
净利润(百万元)	20197	22393	24960	27316	29873
(+/-%)	12.6%	10.9%	11.5%	9.4%	9.4%
摊薄每股收益(元)	1.49	1.65	1.84	2.01	2.20
EBIT Margin	6.2%	6.1%	5.9%	5.9%	5.9%
净资产收益率(ROE)	9.6%	8.8%	9.7%	10.5%	11.3%
市盈率(PE)	5.3	4.8	4.3	4.0	3.6
EV/EBITDA	13.7	14.5	14.8	14.6	14.7
市净率(PB)	0.6	0.5	0.7	0.4	0.4

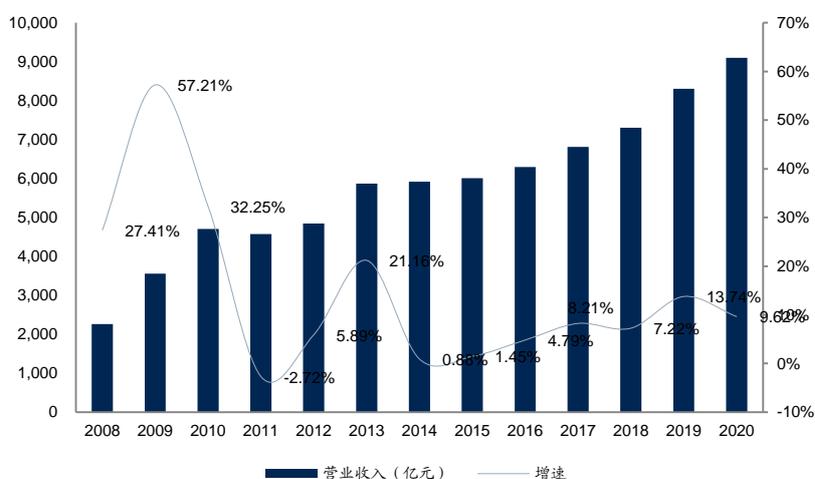
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

业绩稳健

公司自 2008 年上市以来，营收一直保持较快增长，其中 2008-2010 年和 2013-2014 年之间实现较快增长。2019 年公司完成营业收入 8304 亿元，同比增长 13.74%，近几年增速稳步提高。2020 年实现营收 9103 亿，同比增长 9.62%。公司第一次高速增长主要是受益于国家 4 万亿投资推动的铁路投资高增长，第二次高速增长是受益于国家新一轮的基建投资，铁路固定资产投资加码。近几年，随着公司市政工程业务的崛起，公司已由铁路工程巨头转型为综合工程承包商，主要的驱动力来自于公路和市政工程板块，对铁路固定资产投资的依赖度降低。

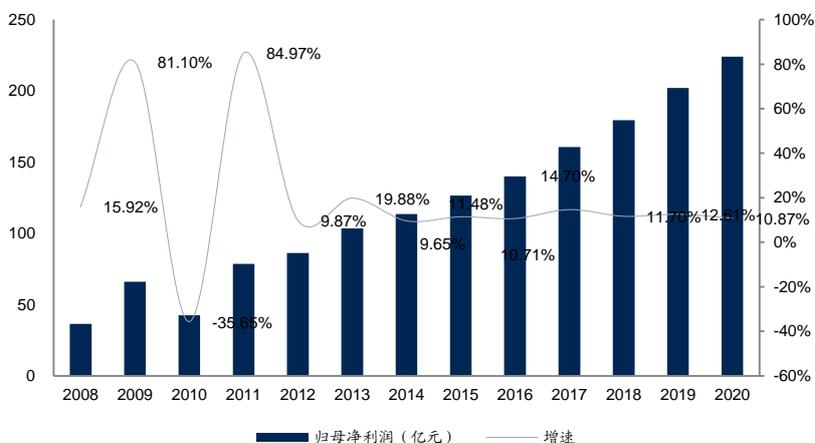
图 1: 公司营业收入及增速



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

公司归母净利润平稳增长,2019 年实现归母净利润 202 亿元,同比增长 12.61%,保持较快增速。2020 年实现归母净利润 224 亿元,同比增长 10.87%。

图 2: 公司净利润及增速

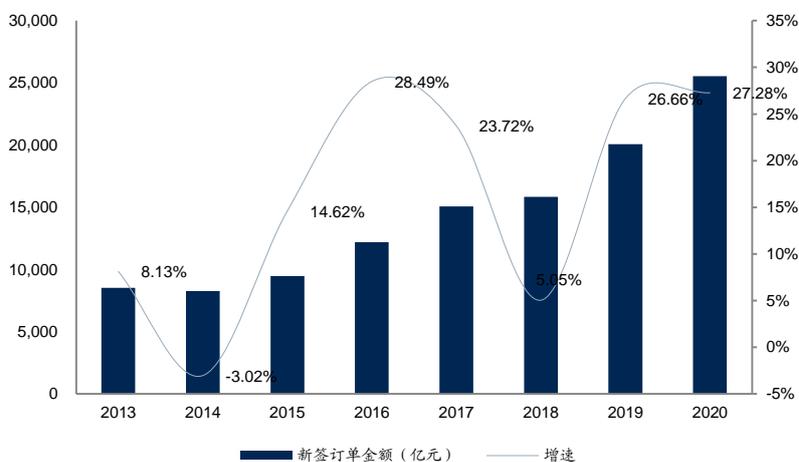


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

订单高增长，市场占有率快速提升

2015年以来，公司新签订单额持续保持稳健高增长，最近5年CAGR超20%。2020年新签订单25543亿元，同比增长27.3%，增速维持在高位。

图3：公司新签订单及增速

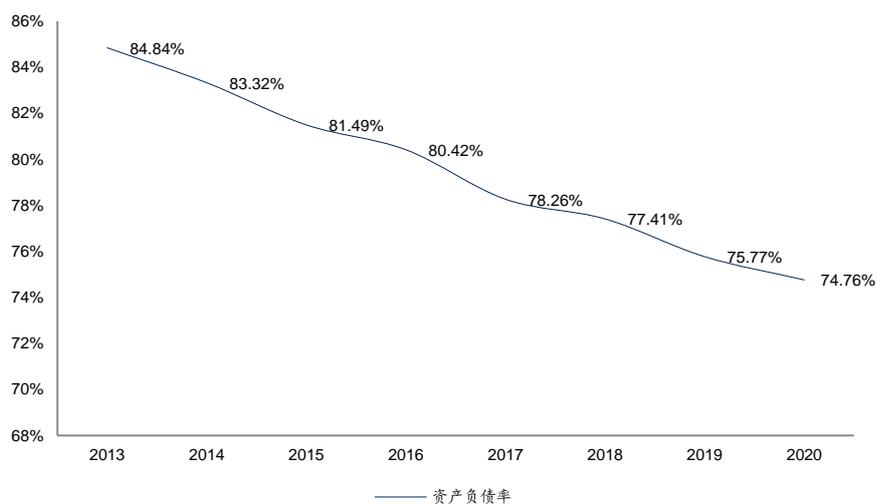


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资产负债率持续下降

截至2020年末，公司的资产负债率为74.76%，比2019年下降1.01pct。公司自2013年以来资产负债率连续7年实现下降，偿债能力稳步提升。

图4：公司近几年的资产负债率



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

盈利预测与估值

今年公司订单再次提速，在手订单创新高，基本面稳健向好，我们对公司各业务进行分拆，具体每项的预测如下。

核心假设：

- (1) 传统的核心业务工程承包市场份额稳定，保持稳健增长；
- (2) 房地产及勘察设计业务毛利率维持较高水平并趋于稳定；
- (3) 工业制造、物流贸易等其他新业务市场开拓较为顺利，保持稳健。

表 1：公司业务收入拆分（亿元）

收入预测	2019	2020	2021E	2022E	2023E
工程承包					
收入	7245.5	8133	9108.96	10202.04	11426.28
增长率	24.04%	12.25%	12.00%	12.00%	12.00%
毛利率	7.46%	7.21%	7.30%	7.40%	7.40%
房地产					
收入	413	409	409.00	409.00	409.00
增长率	-3.02%	-0.97%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	21.37%	20.33%	20.00%	20.00%	20.00%
勘察设计					
收入	180.8	185	203.50	223.85	246.24
增长率	24.36%	2.32%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	32.06%	33.36%	32.00%	32.00%	32.00%
工业制造					
收入	181	181	199.10	219.01	240.91
增长率	27.15%	0.00%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	22.76%	23.97%	23.00%	23.00%	23.00%
物流及贸易					
收入	718.6	766	842.60	926.86	926.86
增长率	21.45%	6.60%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	12.15%	9.72%	10.00%	10.00%	10.00%
内部抵消收入					
收入	-434.4	-571	-628.10	-690.91	-760.00
增长率	28.99%	31.45%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	-	-	-	-	-
合计					
收入	8,304.50	9,103.00	10,135.06	11,289.85	12,489.28
增长率	21.95%	9.62%	11.34%	11.39%	10.62%
毛利率	10.36%	10.58%	9.29%	9.31%	9.24%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理及预测

可比公司估值

选取中国中铁等同行基建龙头公司作为比较对象,根据 wind 一致预期及我们的预测,同行可比公司 2021 年估值均值为 6.80 倍,我们预计公司 2021 年的估值为 4.30 倍,低于行业平均水平。我们从市场地位、公司治理、业绩表现等方面进行综合对比,给出中国铁建的合理估值:

表 2: 行业同类公司估值比较

公司 代码	公司 名称	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE		投资评级
				2020	2021E	2020	2021E	
601669.sh	中国电建	4.00	611.96	0.51	0.56	7.84	7.14	无评级
601618.sh	中国中冶	3.19	615.67	0.36	0.40	8.86	7.98	无评级
601117.sh	中国化学	7.13	351.72	0.71	0.86	10.04	8.29	无评级
601390.sh	中国中铁	6.02	1373.18	1.00	1.13	6.02	5.33	无评级
601800.sh	中国交建	7.23	993.28	1.24	1.37	5.83	5.28	无评级
	平均	5.51	789.16	0.76	0.86	7.72	6.80	--
601186.sh	中国铁建	8.07	1096.45	1.65	1.84	4.80	4.30	买入

资料来源: wind 一致预期、国信证券经济研究所分析师整理及预测

投资建议: 低估值基建龙头, 维持“买入”评级

公司为国内基建龙头,当前 PE 不到 5 倍, PB 破净仅为 0.6 倍,处于历史最低水平;公司在建筑央企中目前估值也相对偏低。公司在手未完工订单超 3 万亿,营收保障比超 4 倍,创历史新高。工业制造、物流贸易等多元业务盈利能力强,增长潜力大。BOT、PPP 等投融资项目陆续进入运营期,盈利能力和现金流有望改善,公司向“综合运营商”转型,有望提升估值。我们略微上调公司的盈利预测,2021 年净利润由 240 亿元上调至 250 亿元,预计公司 2021-2023 年利润分别为 250/273/299 亿元, EPS 分别为 1.84/2.01/2.20 元,当前股价对应 PE 为 4.3/3.9/3.6 倍,我们认为公司 2021 年合理估值区间为 7-8 倍,对应股价 12.88-14.72 元,维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	187997	187997	187997	187997	营业收入	910325	1013534	1129015	1248962
应收款项	143939	183115	203979	225650	营业成本	825987	919338	1023868	1133536
存货净额	232359	259055	288572	319515	营业税金及附加	3733	5494	6120	6771
其他流动资产	279575	283415	315707	349248	销售费用	5668	6364	7089	7842
流动资产合计	860768	930479	1013153	1099308	管理费用	19038	22692	25117	27636
固定资产	63664	82902	104007	127135	财务费用	3253	5983	6837	7854
无形资产及其他	70372	68965	67558	66150	投资收益	(930)	(930)	(930)	(930)
投资性房地产	177368	177368	177368	177368	资产减值及公允价值变动	1129	958	958	958
长期股权投资	70621	88205	105789	123373	其他收入	(21824)	(18806)	(21815)	(23560)
资产总计	1242793	1347919	1467874	1593333	营业利润	31021	34884	38197	41792
短期借款及交易性金融负债	78452	94218	116388	139439	营业外净收支	470	217	217	217
应付款项	433618	483437	538521	596265	利润总额	31491	35101	38414	42009
其他流动负债	257554	287515	320275	354608	所得税费用	5782	6445	7053	7713
流动负债合计	769625	865169	975184	1090312	少数股东损益	3316	3696	4045	4423
长期借款及应付债券	137130	137130	137130	137130	归属于母公司净利润	22393	24960	27316	29873
其他长期负债	22399	28172	33946	39719					
长期负债合计	159529	165302	171076	176849	现金流量表 (百万元)				
负债合计	929154	1030472	1146260	1267162	净利润	22393	24960	27316	29873
少数股东权益	59341	59832	60370	60958	资产减值准备	(470)	378	376	406
股东权益	254298	257614	261244	265214	折旧摊销	15417	17277	18864	20609
负债和股东权益总计	1242793	1347919	1467874	1593333	公允价值变动损失	(1129)	(958)	(958)	(958)
					财务费用	3253	5983	6837	7854
关键财务与估值指标					营运资本变动	(11224)	16219	11320	12102
每股收益	1.65	1.84	2.01	2.20	其它	911	113	161	182
每股红利	1.43	1.59	1.74	1.91	经营活动现金流	25897	57989	57079	62214
每股净资产	18.73	18.97	19.24	19.53	资本开支	(22243)	(34527)	(37980)	(41778)
ROIC	11%	11%	12%	13%	其它投资现金流	4799	0	0	0
ROE	9%	10%	10%	11%	投资活动现金流	(38420)	(52111)	(55564)	(59362)
毛利率	9%	9%	9%	9%	权益性融资	35852	0	0	0
EBIT Margin	6%	6%	6%	6%	负债净变化	23082	0	0	0
EBITDA Margin	8%	8%	8%	8%	支付股利、利息	(19417)	(21644)	(23687)	(25903)
收入增长	10%	11%	11%	11%	其它融资现金流	451	15765	22171	23051
净利润增长率	11%	11%	9%	9%	融资活动现金流	43633	(5879)	(1516)	(2853)
资产负债率	80%	81%	82%	83%	现金净变动	31110	0	0	0
息率	18.1%	20.1%	22.1%	24.1%	货币资金的期初余额	156887	187997	187997	187997
P/E	4.80	4.30	3.93	3.60	货币资金的期末余额	187997	187997	187997	187997
P/B	0.5	0.7	0.4	0.4	企业自由现金流	27584	42564	46756	50676
EV/EBITDA	14.5	14.8	14.6	14.7	权益自由现金流	51118	53444	63345	67315

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032