

## 公司研究

## 盈利表现基本符合预期，在手订单保障业绩持续释放

——中国铁建（601186.SH、1186.HK）2020 年年报及 2021 年一季报点评

## A 股：买入（维持）

当前价：7.72 元

## H 股：买入（维持）

当前价：5.20 港元

## 作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

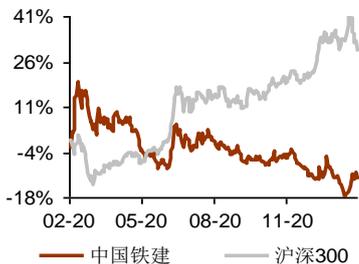
021-52523822

sunwf@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	135.80
总市值(亿元)	1048.34
一年最低/最高(元)	7.45/10.03
近 3 月换手率	18.52%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-5.28	3.88	-20.73
绝对	-4.37	4.79	-19.82

资料来源：Wind

## 相关研报

2Q20 业绩明显改善，新签订单额延续高增  
——中国铁建（601186.SH、1186.HK）2020 年中报点评（2020-08-31）

## 要点

## 事件：

公司发布 2020 年年报。报告期，公司实现营业收入 9103 亿元，同增 9.62%（低于前期预测约 1.55pct）；归母净利润约 224 亿元，同增 10.87%（高于前期预测 0.87pct）；扣非归母净利润 206 亿元，同增 12.28%。单四季度，公司营收 2863 亿元，同增 6.40%，环增 13.07%；归母净利润 75 亿元，同增 36.40%，环增 35.07%；毛利率达到 10.31%，同增 0.91pct，环增 2pct。2021 年一季报显示，公司实现营业收入 2340 亿元，同增 61.23%；归母净利润 50 亿元，同增 68.50%。

## 点评：

**房建业务推升营收规模，毛利率暂时承压：**2020 年，工程承包业务、勘察设计咨询业务、工业制造业务、房地产开发业务、物资物流及其他业务分别实现营业收入 8133 亿元、185 亿元、180 亿元、409 亿元及 766 亿元，分别同增 12.25%、2.08%、-0.31%、-0.89%及 6.63%。工程承包业务是公司核心及传统业务，营收占比达到 89.35%，其中基建、房建业务分别为 4984 亿元和 1788 亿元，同增-1.73%、42.27%，房建工程类项目的大幅增加，是公司营业收入增长的主要推动力。

2020 年，公司综合毛利率为 9.26%，同增 0.15pct；工程承包、勘察设计咨询、工业制造、房地产开发、物资物流及其他业务毛利率分别为 7.21%、33.36%、23.97%、20.33%以及 9.72%，同比增加-0.25pct、1.30pct、1.21pct、-1.04pct 以及-2.43pct。工程承包毛利率下滑主要受疫情影响部分项目投入产出的效率降低。

2021Q1，公司业绩大幅增长，主要系紧抓施工生产、科学配置资源所致，综合毛利率为 7.44%，同减 1.35pct，或因毛利率较低的业务占比提升。

**新签合同额大幅提升，在手合同充裕支撑业绩释放：**2020 年，公司新签合同额达到 25543 亿元，同增 27.28%，完成年度计划的 119.36%。其中，境内业务新签合同额 23215 亿元，同增 33.60%；境外业务新签合同额 2328 亿元，同减 13.53%。工程承包业务新签合同额 22207 亿元，同增 28.32%，其中，铁路工程为 2892 亿元，同增 10.67%；公路工程为 2622 亿元，同减 19.29%；房建工程新签合同额 8,586 亿元，同增 58.31%；城市轨道交通工程为 1966 亿元，同增 10.03%；市政工程为 4599 亿元，同增 49.04%。房建工程、市政工程新签合同额增幅较大，主要受益新型城镇化建设、城市群建设及老旧小区升级改造深入推进，需求空间持续释放。公路工程出现明显下滑，主要受疫情影响，市场招标项目减少，21 年情况则有望回暖。此外，房地产新签合同额 1265 亿元，同增 0.88%，在国家持续的调控压力下，未来房地产业务或将呈现稳中有降态势。

2020 年一季度，公司新签合同总额 4589 亿元，同增 34.89%，其中，境内业务新签合同额 4223 亿元，同增 43.94%；境外业务新签合同额 366 亿元，同减 21.82%。工程承包板块新签合同额 3713 亿元，同增 20.93%，其中，铁路工程为 570 亿元，同增 7.48%；公路工程为 539 亿元，同增 28.10%；城市轨道交通工程为 531 亿元，同增 18.98%；房建工程为 1306 亿元，同增 44.40%；市政工程为 650 亿元，同增 12.36%。房建工程新签合同额继续保持较高增速，公路工程新签合同额如期回暖。

截至 2021 年 3 月 31 日，公司未完合同额合计 44284.69 亿元，同比增长 27.93%，在手订单充足。

**经营性现金流表现优异，期间费用率有所降低：**2020年，公司经营性活动现金流净流入约401亿元，与上年基本持平，收现比达到108%，同增约8pct，继续保持较高水平。此外，公司资产负债率降至74.8%，同减1pct，资产负债结构进一步优化，顺利达到国资委考核目标。2020年，公司销售、管理、研发和财务费用率，分别为0.62%、4.14%、2.04%和0.36%，同增-0.03pct、-0.04pct、0.05pct和-0.08pct，综合期间费用率合计7.16%，同减0.10pct。此外公司资产与信用减值损失分别同减31.53%、23.17%，使得公司利润增速高于营收增速。

**盈利预测、估值与评级：**公司新签订单总额在大基数的前提下，仍然实现较快增长，体现了龙头企业的强大竞争力。公司目前未完合同额接近4.5万亿元，为后续业绩的持续增长奠定了坚实的基础。此外，公司经营性现金流保持良好，收现比进一步提高，资产负债率降至75%以下。国金铁建重庆渝遂高速公路公募REITs申报已获证监会受理，有望成为首批挂牌项目，助力公司盘活运营类资产，带来现金流的持续改善。预计公司2021-2022年EPS为1.85元、2.06元，此次预测较前次预测基本持平，新增2023年EPS预测2.42元。现价对应公司A股、H股21年动态市盈率分别为4.2x、2.3x，现阶段估值处在历史底部区间，维持A股、H股“买入”评级。

**风险提示：**疫情影响超预期、地产销售快速下滑、固定资产投资景气度下降、融资成本快速上升、汇率大幅波动。

**表 1：公司盈利预测与估值简表**

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	830,452	910,325	1,026,164	1,142,641	1,256,328
营业收入增长率	13.74%	9.62%	12.73%	11.35%	9.95%
净利润 (百万元)	20,197	22,393	25,110	27,935	32,834
净利润增长率	12.61%	10.87%	12.13%	11.25%	17.54%
EPS (元)	1.49	1.65	1.85	2.06	2.42
ROE (归属母公司) (摊薄)	9.62%	8.81%	9.09%	9.29%	9.96%
P/E (A股)	5.2	4.7	4.2	3.8	3.2
P/E (H股)	2.9	2.6	2.3	2.1	1.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-04-30；汇率：按1HKD=0.83306CNY换算

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	830,452	910,325	1,026,164	1,142,641	1,256,328
营业成本	750,365	825,987	927,884	1,031,116	1,132,168
折旧和摊销	15,725	15,417	17,418	19,136	21,172
税金及附加	4,634	3,733	5,131	6,285	6,910
销售费用	5,433	5,668	8,209	9,712	10,679
管理费用	18,151	19,038	22,063	27,423	30,780
研发费用	16,528	18,606	20,974	23,354	25,678
财务费用	3,632	3,253	5,409	4,727	4,452
投资收益	-420	-930	0	0	0
营业利润	27,629	31,021	35,130	38,399	44,449
利润总额	28,027	31,491	35,630	39,399	45,449
所得税	5,403	5,782	6,542	7,486	8,635
净利润	22,624	25,709	29,088	31,913	36,813
少数股东损益	2,426	3,316	3,979	3,979	3,979
归属母公司净利润	20,197	22,393	25,110	27,935	32,834
EPS(元)	1.49	1.65	1.85	2.06	2.42

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	40,006	40,109	68,875	61,697	61,225
净利润	20,197	22,393	25,110	27,935	32,834
折旧摊销	15,725	15,417	17,418	19,136	21,172
净营运资金增加	-13,223	3,876	31,913	-13,983	-9,568
其他	17,307	-1,577	-5,565	28,610	16,786
投资活动产生现金流	-50,169	-50,298	-38,996	-40,000	-40,000
净资本支出	-31,007	-29,494	-40,000	-40,000	-40,000
长期投资变化	49,645	70,621	0	0	0
其他资产变化	-68,807	-91,424	1,004	0	0
融资活动现金流	20,198	38,239	-2,381	2,763	14,032
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	2,883	24,081	-2,608	1,724	14,005
无息负债变化	105,999	85,855	68,023	117,935	111,572
净现金流	10,206	27,376	27,497	24,460	35,256

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	9.6%	9.3%	9.6%	9.8%	9.9%
EBITDA 率	6.4%	6.0%	6.0%	5.8%	5.9%
EBIT 率	4.5%	4.3%	4.3%	4.1%	4.2%
税前净利润率	3.4%	3.5%	3.5%	3.4%	3.6%
归母净利润率	2.4%	2.5%	2.4%	2.4%	2.6%
ROA	2.1%	2.1%	2.2%	2.2%	2.2%
ROE (摊薄)	9.6%	8.8%	9.1%	9.3%	10.0%
经营性 ROIC	12.2%	11.7%	10.6%	10.7%	11.3%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	76%	75%	75%	75%	76%
流动比率	1.10	1.12	1.13	1.14	1.15
速动比率	0.81	0.82	0.81	0.81	0.83
归母权益/有息债务	1.10	1.18	1.30	1.40	1.44
有形资产/有息债务	5.30	5.40	5.86	6.47	6.74

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	1,081,239	1,242,793	1,334,173	1,482,212	1,640,725
货币资金	156,887	187,997	215,495	239,955	275,211
交易性金融资产	3,588	587	587	587	587
应收帐款	112,139	125,696	144,426	166,180	188,607
应收票据	10,305	18,243	20,564	22,898	25,177
其他应收款 (合计)	0	0	0	0	0
存货	194,892	232,359	261,258	290,346	318,796
其他流动资产	80,655	90,228	104,129	118,106	131,748
流动资产合计	755,814	860,768	911,875	1,020,233	1,141,237
其他权益工具	10,039	10,510	10,510	10,510	10,510
长期股权投资	49,645	70,621	70,621	70,670	70,670
固定资产	50,892	56,112	53,273	52,305	52,007
在建工程	5,615	7,552	21,424	31,818	39,613
无形资产	59,872	70,372	77,795	85,069	92,626
商誉	119	542	542	542	542
其他非流动资产	75,384	73,794	73,794	73,794	73,794
非流动资产合计	325,425	382,025	422,298	461,979	499,488
总负债	819,218	929,154	994,569	1,114,229	1,239,805
短期借款	42,749	49,879	26,271	6,995	0
应付账款	325,785	349,327	371,154	443,380	509,475
应付票据	69,602	84,291	94,689	105,224	115,536
预收账款	129	126	142	158	174
其他流动负债	88,685	106,003	129,171	151,136	174,078
流动负债合计	688,979	769,625	806,281	896,641	993,861
长期借款	87,936	111,018	131,018	151,018	171,018
应付债券	26,144	26,112	26,112	26,112	26,112
其他非流动负债	15,234	20,430	29,189	38,489	46,845
非流动负债合计	130,239	159,529	188,288	217,588	245,944
股东权益	262,022	313,639	339,604	367,984	400,920
股本	13,580	13,580	13,580	13,580	13,580
公积金	48,768	50,298	50,949	50,949	50,949
未分配利润	107,489	123,454	144,790	169,190	198,148
归属母公司权益	209,960	254,298	276,284	300,685	329,642
少数股东权益	52,062	59,341	63,320	67,299	71,278

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	0.65%	0.62%	0.80%	0.85%	0.85%
管理费用率	2.19%	2.09%	2.15%	2.40%	2.45%
财务费用率	0.44%	0.36%	0.53%	0.41%	0.35%
研发费用率	1.99%	2.04%	2.04%	2.04%	2.04%
所得税率	19%	18%	18%	19%	19%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.21	0.23	0.26	0.29	0.33
每股经营现金流	2.95	2.95	5.07	4.54	4.51
每股净资产	15.46	18.73	20.35	22.14	24.27
每股销售收入	61.15	67.04	75.57	84.14	92.52

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	5	5	4	4	3
PB	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA	6.8	6.7	6.0	5.7	5.2
股息率	2.7%	3.0%	3.4%	3.7%	4.3%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE