中国铁建（601186.SH）

Q2 业绩略超预期，基本面稳健估值有望修复

业绩两年复合增长 15%略超预期，Q2 实现稳步加速。2021 年上半年公司实现营业收入 4885 亿元，同比增长 31.75%（较 19H1 复合增速 17.6%）；实现归母净利润 123 亿元，同比增长 32.11%（较 19H1 复合增速 15.1%），扣非归母净利润增长 31.22%（较 19H1 复合增速 15.0%），整体表现略超预期。分季度看，Q1/Q2 分别实现营收 2340/2545 亿元，同增 61.2%/12.8%（较 19 年复合增速分别为 22.0%/14.0%）；分别实现归母净利润 50/73 亿元，同增 68.5%/15.0%（较 19 年复合增速分别为 13.5%/16.3%）。二季度业绩放缓主要因基数抬升，从两年复合增速来看实现稳步加速。

毛利率有所下降，费用率控制良好。公司上半年综合毛利率为 8.41%，YoY-0.69 个 pct，分业务看工程承包/勘察设计/工业制造/房地产开发/物资物流业务毛利率分别变化-0.25/+3.11/+0.88/-5.18/-3.04 个 pct，地产及物资物流业务毛利率下滑较多拖累整体毛利率。期间费用率 4.56%，YoY-0.50 个 pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别变动+0.01/-0.21/-0.05/-0.26 个 pct。管理费用率下降较多主要因本期收入快速增长，规模效应提升；财务费用率下降主要因本期利息支出减少、利息资本化金额提高。资产（含信用）减值损失较上年增加 1.15 亿元。归母净利率为 2.52%，YoY+0.01 个 pct。2021 年上半年公司经营性现金流净流出 562 亿元，较去年同期多流出 81 亿元，我们分析主要因：1）原材料价格上涨，公司备货力度加大，采购支出增加。2）上半年专项债发行进度较慢，地方政府基建资金较紧，回款放缓。

新签订单快速增长，在手订单充裕。公司公告 2021 年上半年新签合同总额 10546 亿元，同比增长 20.4%，保持较快增长。具体细分来看，新签工程承包合同 8598 亿元，同比增长 12.4%，其中铁路/公路/城轨/房建/市政分别新签 1369/963/769/3477/1669 亿元，增速分别为 12%/-10%/8%/28%/12%。新签勘察设计合同 166 亿元，同比增长 14%。其他非工程承包类订单中工业制造（119 亿）/房地产开发（687 亿）/物流与贸易（863 亿）等分别增长-3%/115%/96%.地产销售增长较快主要因去年疫情造成基数较低。上半年末在手订单 44750 亿元，同比增长 26%，为 2020 年收入的 4.9 倍，充裕订单有望保障公司未来收入稳健增长。

投资建议：我们预计 21-23 年公司归母净利润分别为 255/286/311 亿元，分别增长 14%/12%/9%，EPS 分别为 1.88/2.1/2.29 元，当前股价对应 PE 分别为 3.9/3.5/3.2 倍，目前 PB（lf）为 0.54 倍，估值位于历史最低区间，稳增长预期提升估值有望修复，维持“买入”评级。

风险提示：资产减值风险，地产业务毛利率下降，项目执行进度不达预期，投资类项目融资不达预期。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	830,452	910,325	1,039,245	1,161,349	1,254,107
增长率 yoy（%）	13.7	9.6	14.2	11.7	8.0
归母净利润（百万元）	20,197	22,393	25,549	28,550	31,146
增长率 yoy（%）	12.6	10.9	14.1	11.7	9.1
EPS 最新摊薄（元/股）	1.49	1.65	1.88	2.10	2.29
净资产收益率（%）	8.6	8.2	8.3	8.7	8.7
P/E（倍）	5.0	4.5	3.9	3.5	3.2
P/B（倍）	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4

资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2021 年 8 月 30 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	基础建设
前次评级	买入
8 月 30 日收盘价(元)	7.40
总市值(百万元)	100,488.61
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)	48.44

股价走势

作者

分析师　何亚轩
执业证书编号：S0680518030004
邮箱：heyaxuan@gszq.com

分析师　程龙戈
执业证书编号：S0680518010003
邮箱：chenglongge@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

1、《中国铁建（601186.SH）：Q1 业绩及订单大幅增长，基建 REITs 申报获受理》2021-04-30

2、《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》2021-01-23

3、《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

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	755814	860768	916689	977154	998146
现金	156887	187997	166507	148290	116048
应收票据及应收账款	122444	143939	160169	179670	187312
其他应收款	60100	66383	78013	83349	90901
预付账款	24336	24316	31226	30842	36184
存货	194892	232359	256113	289566	299411
其他流动资产	197155	205773	224661	245437	268291
非流动资产	325425	382025	417662	450558	481985
长期投资	49645	70621	92990	115638	138389
固定资产	50892	56112	54610	50918	43550
无形资产	59881	70401	76482	81915	89624
其他非流动资产	165007	184891	193579	202088	210422
资产总计	1081239	1242793	1334351	1427712	1480132
流动负债	688979	769625	837323	906066	932610
短期借款	42749	49879	49879	49879	49879
应付票据及应付账款	395387	433618	510727	571265	590621
其他流动负债	250843	286127	276717	284922	292110
非流动负债	130239	159529	158257	153724	147524
长期借款	114080	137130	135858	131324	125125
其他非流动负债	16159	22399	22399	22399	22399
负债合计	819218	929154	995580	1059789	1080134
少数股东权益	52062	59341	62047	65468	69307
股本	13580	13580	13580	13580	13580
资本公积	44155	44159	44159	44159	44159
留存收益	112102	129593	153667	180940	210892
归属母公司股东权益	209960	254298	276723	302455	330690
负债和股东权益	1081239	1242793	1334351	1427712	1480132

现金流量表（百万元）

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	40006	40109	57028	41462	30619
净利润	22624	25709	28255	31970	34986
折旧摊销	15523	15435	13381	15684	17857
财务费用	3632	3253	4288	4451	4919
投资损失	420	930	-97	-37	304
营运资金变动	25586	862	11710	-10077	-26748
其他经营现金流	-27779	-6078	-509	-530	-699
投资活动现金流	-50169	-50298	-48412	-48013	-48889
资本支出	32265	31388	7310	3815	1727
长期投资	-17649	-18880	-22369	-22647	-22751
其他投资现金流	-35553	-37789	-63472	-66846	-69913
筹资活动现金流	20198	38239	-30106	-11665	-13972
短期借款	-19032	7130	0	0	0
长期借款	6781	23050	-1272	-4533	-6199
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	3720	4	0	0	0
其他筹资现金流	28728	8055	-28834	-7131	-7773
现金净增加额	10206	27376	-21490	-18216	-32243

利润表（百万元）

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	830452	910325	1039245	1161349	1254107
营业成本	750365	825987	944345	1054941	1138647
营业税金及附加	4634	3733	4261	4645	5016
营业费用	5433	5668	6623	7319	7977
管理费用	18151	19038	22863	25550	27590
研发费用	16528	18606	21824	24388	26336
财务费用	3632	3253	4288	4451	4919
资产减值损失	-1494	-1023	1039	1510	1505
其他收益	415	942	354	425	479
公允价值变动收益	657	106	226	191	295
投资净收益	-420	-930	97	37	-304
资产处置收益	279	589	283	339	404
营业利润	27629	31021	34961	39535	42988
营业外收入	975	1068	1058	1049	1038
营业外支出	577	598	808	824	702
利润总额	28027	31491	35211	39761	43324
所得税	5403	5782	6956	7790	8338
净利润	22624	25709	28255	31970	34986
少数股东损益	2426	3316	2706	3420	3839
归属母公司净利润	20197	22393	25549	28550	31146
EBITDA	48963	53358	50801	58154	64470
EPS（元）	1.49	1.65	1.88	2.10	2.29

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	13.7	9.6	14.2	11.7	8.0
营业利润(%)	9.1	12.3	12.7	13.1	8.7
归属于母公司净利润(%)	12.6	10.9	14.1	11.7	9.1
获利能力					
毛利率(%)	9.6	9.3	9.1	9.2	9.2
净利率(%)	2.4	2.5	2.5	2.5	2.5
ROE(%)	8.6	8.2	8.3	8.7	8.7
ROIC(%)	6.5	6.3	6.1	6.7	7.1
偿债能力					
资产负债率(%)	75.8	74.8	74.6	74.2	73.0
净负债比率(%)	19.0	15.3	13.8	16.5	21.7
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	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9
应收账款周转率	7.2	6.8	6.8	6.8	6.8
应付账款周转率	2.1	2.0	2.0	2.0	2.0
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.49	1.65	1.88	2.10	2.29
每股经营现金流(最新摊薄)	2.95	2.95	4.20	3.05	2.25
每股净资产(最新摊薄)	12.50	13.70	15.35	17.25	19.33
估值比率					
P/E	5.0	4.5	3.9	3.5	3.2
P/B	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	4.1	3.9	4.1	3.9	4.0

资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2021 年 8 月 30 日收盘价

图表 1：公司财务分析表格（单位百万元）

	2017年	2018年	2019年	2020年	2020上半年	2021上半年	2021一季单季	2020二季单季	2021二季单季
营业收入	680,981	730,123	830,452	910,325	370,789	488,515	233,955	225,687	254,560
营业成本	618,059	658,711	750,365	825,987	337,028	447,425	216,550	204,676	230,876
毛利率	**9.24%**	**9.78%**	**9.64%**	**9.26%**	**9.11%**	**8.41%**	**7.44%**	**9.31%**	**9.30%**
销售费用	4,531	4,431	5,433	5,668	2,204	2,928	1,430	1,221	1,498
管理费用	26,058	17,236	18,151	19,038	8,141	9,719	4,949	4,092	4,771
研发费用	0	11,572	16,528	18,606	6,696	8,598	2,604	4,831	5,995
财务费用	2,876	5,538	3,632	3,253	1,736	1,041	550	1,098	491
销售费用率	0.67%	0.61%	0.65%	0.62%	0.59%	0.60%	0.61%	0.54%	0.59%
管理费用率	3.83%	2.36%	2.19%	2.09%	2.20%	1.99%	2.12%	1.81%	1.87%
研发费用率	0.00%	1.58%	1.99%	2.04%	1.81%	1.76%	1.11%	2.14%	2.35%
财务费用率	0.42%	0.76%	0.44%	0.36%	0.47%	0.21%	0.24%	0.49%	0.19%
期间费用率	**4.91%**	**5.31%**	**5.27%**	**5.12%**	**5.06%**	**4.56%**	**4.07%**	**4.98%**	**5.01%**
资产(含信用)减值损失	**4,470**	**4,472**	**-5,011**	**3,725**	**1,328**	**1,443**	**507**	**783**	**936**
投资收益	337	1,401	-420	-930	240	-16	26	179	-42
营业外收入	1,090	1,097	975	1,068	378	501	262	173	239
营业外支出	744	1,314	577	598	257	282	146	128	135
税前利润	21,256	25,105	28,027	31,491	13,432	16,893	7,014	8,931	9,879
所得税	4,337	5,267	5,403	5,782	2,545	2,794	1,373	1,578	1,421
所得税率	**20.40%**	**20.98%**	**19.28%**	**18.36%**	**18.95%**	**16.54%**	**19.58%**	**17.67%**	**14.38%**
少数股东权益占比	5.09%	9.59%	10.72%	12.90%	14.43%	12.70%	11.27%	13.69%	13.66%
归母净利润	16,057	17,935	20,197	22,393	9,316	12,307	5,005	6,346	7,302
净利率	2.36%	2.46%	2.43%	2.46%	2.51%	2.52%	2.14%	2.81%	2.87%
摊薄EPS（元）	1.1825	1.3208	1.4873	1.6490	0.6861	0.9063	0.3686	0.4673	0.5377
经营性现金流净额	**25,404**	**5,448**	**40,006**	**40,109**	**-48,079**	**-56,186**	**-50,135**	**-5,680**	**-6,051**
收现比	100%	101%	100%	108%	94%	98%	100%	93%	97%
付现比	95%	100%	94%	104%	104%	109%	118%	96%	99%

资料来源：Wind，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中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
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	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

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：021-38124100
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

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