

中国铁建 (601186)

证券研究报告

2021年08月31日

收入、新签、净利延续快增，或有延续性

公司公告 21 年半年报，21h1 收入 4,885 亿，yoy+32% (较 19h1 cagr+18%)；归母净利润 123 亿，yoy+32% (较 19h1 cagr+15%)；扣非归母净利润 113 亿，yoy+31% (较 19h1 cagr+15%)。单 21q2 收入 2,546 亿，yoy+13% (较 19h1 cagr+14%)，归母净利润 73 亿，yoy+15% (较 19h1 cagr+16%)，扣非归母净利润 65 亿，yoy+12% (较 19h1 cagr+15%)。收入及业绩延续较快增长，基本符合我们预期。

收入、新签延续快增，地产拖累毛利率阶段承压，费用管控继续提效

分业务看，公司 21h1 工程承包/房地产/工业制造/勘察设计及咨询/物流及物资贸易及其他分别收入 4,327/ 119/ 100/ 86/ 531 亿，yoy 分别 +30%/34%/36%/12%/57% (较 19h1 收入 cagr 分别为+18%/ 10%/ 6%/ 6%/24%)。21h1 公司新签工程承包业务合同额 8,598 亿，yoy+12% (较 19h1 新签 cagr 为 +19%)。21 公司新签非工程承包业务合同额 1,948 亿，yoy+76% (较 19h1 新签 cagr 为+35%)，地产去库加快/销售高增。新签总体延续较快增长，21h1 期末在手未完合同额 4.48 万亿，yoy+26%，为 20FY 收入之 4.9 倍，在手订单充足，向转化收入节奏继续加快。

21h1 工程承包/房地产/工业制造/勘察设计及咨询/物流及物资贸易及其他毛利率分别 6.8%/ 17.9%/ 24.7%/ 33.0%/9.7%，yoy 分别-0.3/ -5.2/ +0.9/ +3.1/-3.0pct。工程承包小幅回落、房地产毛利率延续前期下滑趋势，带动公司 21h1 整体毛利率同减 0.7pct 至 8.4% (其中 21q2 整体毛利率 9.3pct 与 20q2 基本持平)。21h1 期间费用率同减 0.5pct 至 4.6% (主因资产结构优化带来的财务费用率降低与管理费用率降低)、减值损失及少数股东损益影响边际减弱，21h1 归母净利率 2.5%与 20h1 基本持平 (其中 21q2 同增 0.1pct 至 2.9%)。

两金周转继续提速、经营性现金流净流出规模阶段性扩大

21h1 末公司资产负债率 75.6%，同减 1.0pct (其中资产端不含永续债，与 20h1 末相同)；带息负债比率 25.7%，同减 0.7pct；两金 (存货+合同资产+应收账款) 周转天数继续加快，21h1 两金周转天数为 225 天，同比缩短 34 天 (较 19h1 缩短 8 天)。21h1 经营性现金流净额同比多流出 81 亿至净流出 562 亿，投资性现金流净额同比多流出 140 亿至净流出 285 亿。

看好央企优势带动份额持续提升，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。暂维持公司 21-23 年盈利预测为 263/304/351 亿，对应 YoY 分别为 17%/16%/16%，维持公司 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)	4.98	4.49	3.83	3.31	2.86
市净率(P/B)	0.48	0.40	0.48	0.43	0.38
市销率(P/S)	0.12	0.11	0.10	0.08	0.07
EV/EBITDA	0.63	0.01	(0.64)	(1.31)	(1.73)

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	7.63 元
目标价格	11.58 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	13,579.54
流通 A 股股本(百万股)	11,503.25
A 股总市值(百万元)	103,611.90
流通 A 股市值(百万元)	87,769.76
每股净资产(元)	14.30
资产负债率(%)	75.61
一年内最高/最低(元)	9.12/7.17

作者

武慧东 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050002
wuhuidong@tfzq.com

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

王雯 联系人
wangwena@tfzq.com

林晓龙 联系人
linxiaolong@tfzq.com

股价走势



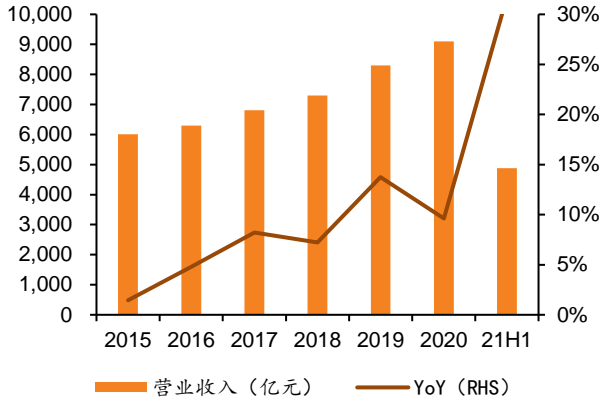
资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《中国铁建-年报点评报告:20Q4 盈利能力明显修复，新签延续高增》 2021-04-01
- 2 《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
- 3 《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

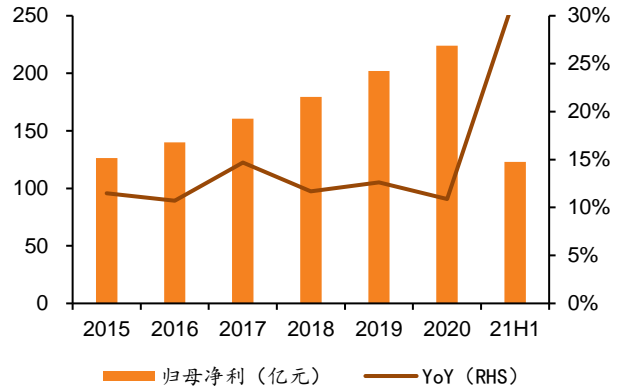
公司历年经营情况及可比公司估值表

图 1：公司近年营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司近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		
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
601390.SH	中国中铁	1,378.4	5.61	1.03	1.15	1.28	5.5	4.9	4.4
601668.SH	中国建筑	1,967.4	4.69	1.07	1.19	1.31	4.4	3.9	3.6
601800.SH	中国交建	1,142.9	7.07	1.00	1.20	1.33	7.1	5.9	5.3
601618.SH	中国中冶	942.9	4.55	0.38	0.44	0.51	12.0	10.2	8.9
601117.SH	中国化学	657.1	13.32	0.74	0.93	1.19	18.0	14.4	11.2
600068.SH	葛洲坝	426.9	9.27	0.93	1.29	1.49	10.0	7.2	6.2
601669.SH	中国电建	898.1	5.87	0.52	0.57	0.65	11.2	10.2	9.0
平均值							9.7	8.1	6.9
中位数							10.0	7.2	6.2
601186.SH	中国铁建	1,004.9	7.40	1.65	1.93	2.24	4.5	3.8	3.3

注：股价时间 2021/08/30；除中国铁建外，其他业绩预测源自 Wind 一致预期；

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	4.98	4.49	3.83	3.31	2.86
市净率	0.48	0.40	0.48	0.43	0.38
EV/EBITDA	0.63	0.01	-0.64	-1.31	-1.73
EV/EBIT	0.81	0.01	-0.70	-1.41	-1.85

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