



Company Report: China Railway Construction (01186 HK)

Gary Wong 黄家玮
(852) 2509 2616

公司报告: 中国铁建 (01186 HK)

中文版 Chinese version

gary.wong@gtjas.com.hk

27 May 2019

1Q2019 Results Positively Surprised, Maintain "Buy"

2019年1季度业绩超预期, 维持“买入”

- China Railway Construction's (01186 HK) 1Q2019 revenue increased by 19.3% YoY to RMB157.1 billion. Shareholders' net profit increased 13.6% YoY to RMB3.9 billion. Results slightly exceeded expectation. Overall gross margin was up 0.1 ppts YoY to 10.0%. In 1Q2019, the Company signed RMB297.4 billion in new contracts, up 6.3% YoY.
- We expect construction revenue to increase at a CAGR of 9.0% in 2018-2021 and expect overall gross margin to increase marginally from 9.7% in 2019 to 9.9% in 2021. In addition, we expect the Company's net gearing to decline from 17.5% as at end of 2018 to 6.1% as at end of 2021 due to improving operating cash inflow.
- Our EPS estimates for 2019/ 2020/ 2021 are RMB1.503, RMB1.730 and RMB1.901, respectively. We think the current valuation is low compared with its growing prospects. We maintain the TP at HK\$13.50, representing 7.9x/ 6.8x/ 6.2x 2019/ 2020/ 2021 PER and 3.5x 2019 EV/EBITDA. Maintain "Buy".
- 中国铁建(01186 HK)2019年1季度收入同比上升19.3%至1,571亿元(人民币,下同)。股东净利同比增13.6%至39亿元。业绩略超预期。公司整体毛利率同比提高0.1个百分点至10.0%。公司2019年1季度新签合同额达2,974亿元,同比上升6.3%。
- 我们预计2018-2021年基建收入将以9.0%的复合年增长率增长,预计整体毛利率将会从2019年的9.7%略微增加至2021年的9.9%。此外,我们预计公司的净负债率将会由于经营现金流入的改善,而从截至2018年底的17.5%下降到2021年底的6.1%。
- 我们对于2019/2020/2021年的每股盈利预测分别为1.503元、1.730元及1.901元。我们认为目前的估值相对其增长前景属偏低。我们维持其13.50港元的目标价,对应7.9/6.8/6.2倍2019/2020/2021年市盈率及3.5倍的2019年EV/EBITDA值。维持“买入”评级。

Rating:

Buy

Maintained

评级:

买入 (维持)

6-18m TP 目标价:

HK\$13.50

Revised from 原目标价:

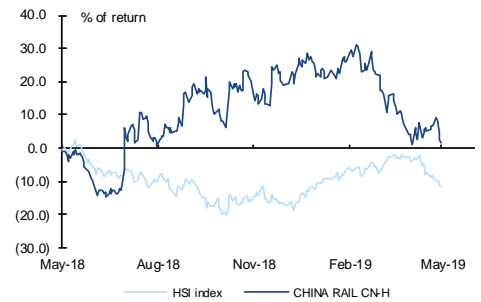
HK\$13.50

Share price 股价:

HK\$9.040

Stock performance

股价表现



Change in Share Price	1 M	3 M	1 Y
股价变动	1 个月	3 个月	1 年
Abs. % 绝对变动 %	(2.4)	(19.4)	(1.0)
Rel. % to HS Index 相对恒指变动 %	6.0	(14.2)	10.2
Avg. Share price(HK\$) 平均股价 (港元)	9.3	10.2	9.8

Source: Bloomberg, Guotai Junan International.

Year End	Turnover	Net Profit	EPS	EPS	PER	BPS	PBR	DPS	Yield	ROE
年结	收入	股东净利	每股净利	每股净利变动	市盈率	每股净资产	市净率	每股股息	股息率	净资产收益率
12/31	(RMB m)	(RMB m)	(RMB)	(△%)	(x)	(RMB)	(x)	(RMB)	(%)	(%)
2017A	680,981	16,057	1.182	14.6	9.5	11.003	1.0	0.180	1.6	11.4
2018A	730,123	17,935	1.321	11.8	9.0	12.511	0.9	0.210	1.8	11.2
2019F	817,915	20,409	1.503	13.8	7.9	14.014	0.8	0.225	1.9	11.3
2020F	889,420	23,487	1.730	15.1	6.9	15.518	0.8	0.259	2.2	11.7
2021F	957,182	25,808	1.901	9.9	6.2	17.159	0.7	0.285	2.4	11.6
Shares in issue (m) 总股数 (m)				13,579.5		Major shareholder 大股东				CRGC 55.7%
Market cap. (HK\$ m) 市值 (HK\$ m)				183,323.3		Free float (%) 自由流通比率(%)				44.3
3 month average vol. 3 个月平均成交股数('000)				17,246.1		FY19 Net gearing (%) FY19 净负债/股东资金 (%)				14.9
52 Weeks high/low (HK\$) 52 周高/低 (HK\$)				11.940 / 7.530		FY19 Est. NAV (HK\$) FY19 每股估值 (港元)				19.3

Source: the Company, Guotai Junan International.

中国铁建(01186 HK)2019年1季度股东净利同比增13.6%至39亿元(人民币,下同)。业绩略超预期。2019年1季度收入同比上升19.3%至1,571亿元。股东净利同比增13.6%至39亿元。业绩略超预期,主要是由于项目进展快于预期,使收入增长高于预期。整体毛利率同比上升0.1个百分点至10.0%,销售费用率维持在0.7%,行政费用率同比上升0.3个百分点至4.5%,财务费用率同比上升0.1个百分点至0.8%,主要是由于利息费用和外汇损失增加。2019年1季度,公司新签合同收入2,974亿元,同比增长6.3%,其中2,516亿元来自建筑承包业务,增长6.3%。

图 1: 中国铁建 2018 年按分部划分的收入

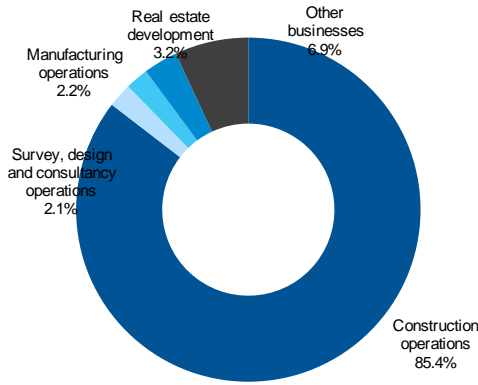
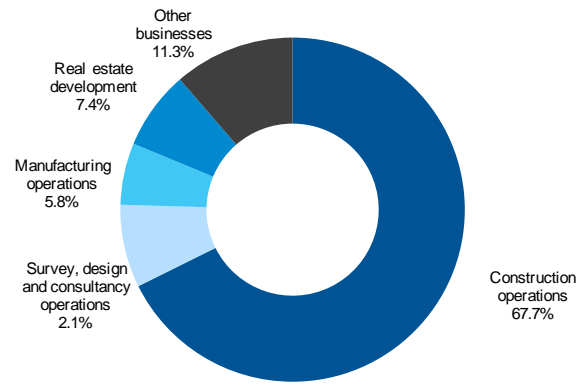


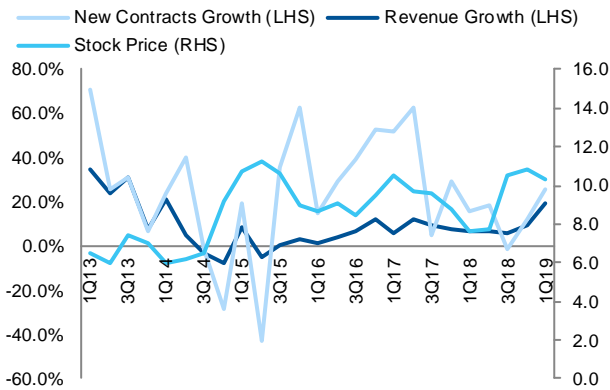
图 2: 中国铁建 2018 年按分部划分的毛利



资料来源: 公司。

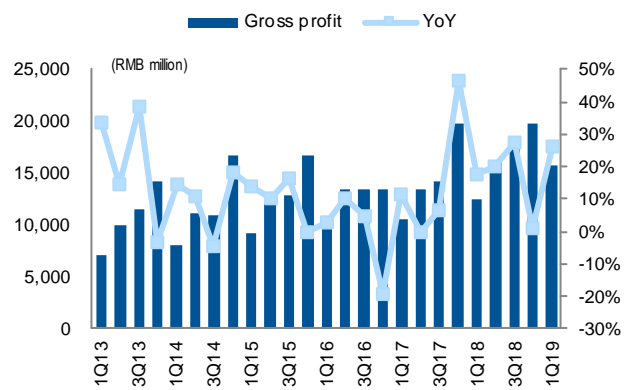
资料来源: 公司。

图 3: 中国铁建季度收入



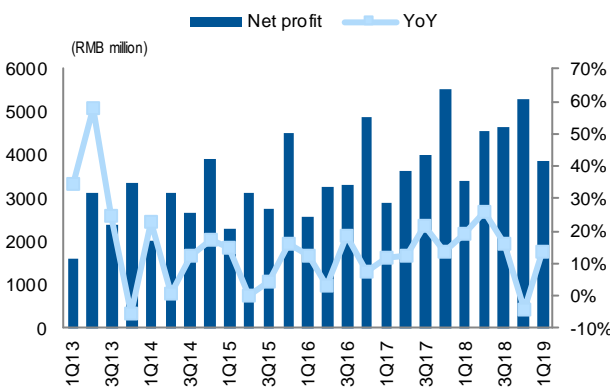
资料来源: 公司。

图 4: 中国铁建季度毛利



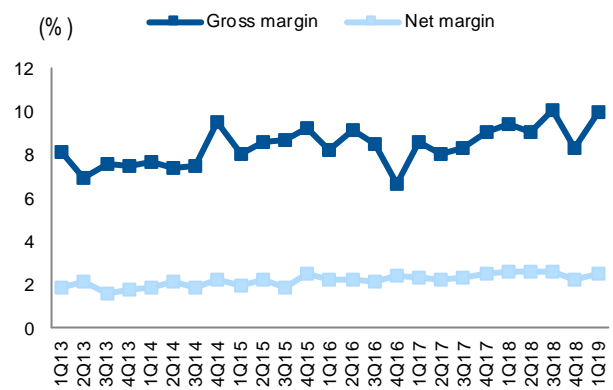
资料来源: 公司。

图 5: 中国铁建季度净利



资料来源: 公司。

图 6: 中国铁建季度毛利率及净利率



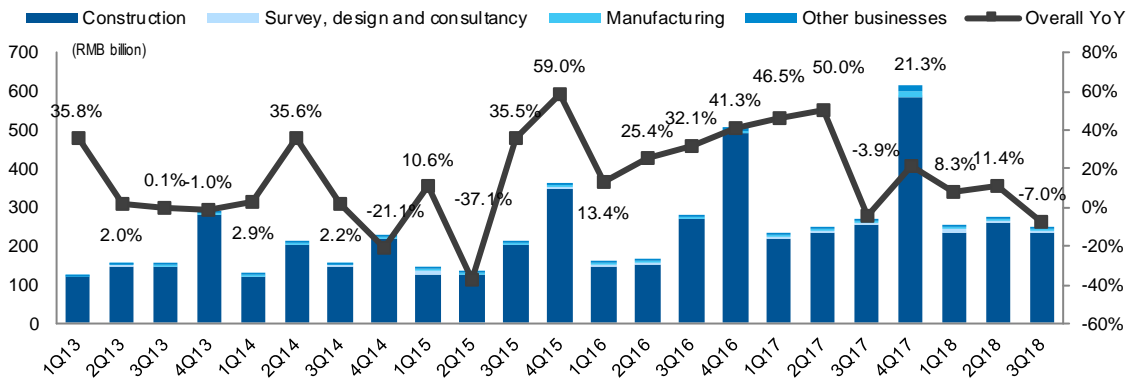
资料来源: 公司。

我们预计 2018 - 2021 年基建收入将以 9.0% 的复合年增长率增长。2018 年建筑收入同比增长 8.1% 至人民币 6,228 亿元。根据中国国家统计局的数据显示, 1 月至 4 月全国固定资产投资增长 6.1%, 较 1-3 月下降 0.2 个百分点。尽管如此, 铁路运输固

定资产投资增速为 12.3%，高于 1-3 月 11% 的增速。根据“铁路十三五”规划，到 2020 年铁路运营里程应达到 15 万公里以上，而到 2018 年底仅为 131,000 公里；若要实现目标，2019 年和 2020 年每年新开工铁路里程将达 9,000 多公里，而 2018 年仅为 4,683 公里（其中高速铁路为 4,100 公里）。即使“十三五”铁路规划建设未实现，我们预计未来三年铁路建设收入将每年至少增长 5%。此外，尽管高速公路固定资产的投资增速从 1-3 月的 10.5% 下降至 1-4 月的 7.0%，增速仍高于全国固定资产投资。我们对 2019 年交通相关工程的建筑收入增长持乐观态度，预计 2019 年建筑收入增长将加速至 10%，而 2018 年的增速则为 8.7%。2020 年和 2021 年分别小幅下降至 9% 和 8%。总体而言，我们预计 2018-2021 年的建筑收入将以 9.0% 的复合年增长率增长。

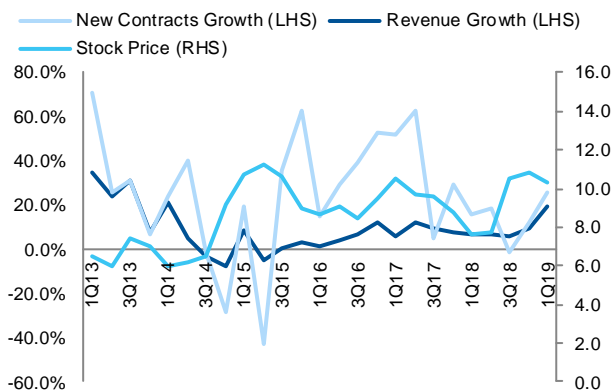
预计整体毛利率将会从 2019 年的 9.7% 略微增加至 2021 年的 9.9%。2018 年，整体毛利率同比上升 0.6 个百分点至 9.8%，主要是由于建筑板块毛利率同比增长 0.4 个百分点至 7.3%，勘察设计咨询业务的毛利率同比增长 5.7 个百分点至 24.6%。由于毛利率较高的城市轨道交通建设和铁路建设业务贡献提升，而由于劳动力成本上升和价格竞争使库存减少，勘察设计咨询业务、制造业及房地产开发业务的毛利率可能会下降。总体而言，我们预计整体毛利率将会从 2019 年的 9.7% 略微增加至 2021 年的 9.9%。

图 7: 中国铁建的季度新签合同



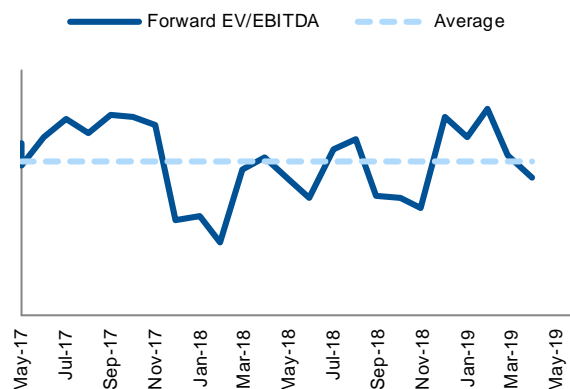
资料来源: 公司。

图 8: 中国铁建的收入增长、新合同增长及股价



资料来源: 公司。

图 9: 中国铁建的月度预测 EV/EBITDA



资料来源: 公司。

我们预计公司的净负债率将从截至 2018 年底的 17.5% 下降到 2021 年底的 6.1%。截至 2018 年 12 月 31 日，公司短期借款为 806 亿元，长期借款为 1,073 亿元，分别同比增长 39.3% 和 2.7%。短期借款大幅增加主要是由于营运资金融资需求，因为 2018 年的经营现金流入仅为人民币 55 亿元，而 2017 年为人民币 254 亿元，源于库存大幅增加（待售在建物业）。由于我们预计 2019 年至 2021 年经营现金流入将大幅改善，而资本支出和股息政策可能保持稳定，我们预计 2019 年至 2021 年期间现金状况将有所改善，因此我们预计公司的净负债率将从截至 2018 年底的 17.5% 下降到 2021 年底的 6.1%。

表 1: 借款划分

百万人民币			
截至 12 月 31 日	2018	2017	同比
短期借款			
- 短期贷款	61,781	29,499	+109.4%
- 目前部分应付债券	1,000	9,987	(90.0%)
- 目前的长期贷款部分	17,834	18,404	(3.1%)
小计	80,615	57,890	+39.3%
长期贷款			
- 长期贷款	69,840	58,827	+18.7%
- 应付债券	37,458	45,665	(18.0%)
小计	107,298	104,492	+2.7%
总贷款	187,913	162,382	+15.7%

资料来源: 公司。

我们维持其 13.50 港元的目标价, 维持“买入”评级。我们对 2018/2019/2020 年的每股盈利预测分别为人民币 1.503 元、1.730 元及 1.901 元。在中美贸易战引发的经济不确定性下, 我们预计中国政府将继续增加固定资产投资, 特别是基础设施, 以保持经济稳定增长, 而交通基础设施固定资产投资增长将继续好于全国固定资产投资增长。即使没有大幅增加基础设施支出, 公司的大量未完成合同可能支持公司在 2018-2021 年的收入和利润率实现约 10% 的复合年增长率。鉴于此, 目前接近历史低位的估值看起来颇具吸引力。我们维持其 13.50 港元的目标价, 对应 7.9/ 6.8 /6.2 倍 2019/ 2020/ 2021 年市盈率及 3.5 倍的 2019 年 EV/EBITDA 值。维持“买入”评级。

表 2: 同业比较

公司	代码	货币	收市价	市值 (百万)	市盈率 (财年)				市净率(财年)				ROE(%)	D/Y(%)
					18A	19F	20F	21F	18A	19F	20F	21F	19F	19F
中国铁建-H 股	01186 HK	HKD	9.040	141,428	6.1	5.5	5.0	4.5	0.7	0.6	0.5	0.5	11.4	2.9
中国中铁-H 股	00390 HK	HKD	5.660	160,138	6.3	6.0	5.4	4.9	0.7	0.6	0.5	0.5	11.2	2.8
中国交通建设-H 股	01800 HK	HKD	7.000	177,050	4.8	4.6	4.3	3.8	0.5	0.5	0.4	0.4	10.4	4.2
中国建筑国际	03311 HK	HKD	7.440	37,212	8.3	6.5	5.5	5.0	1.0	0.8	0.8	0.7	14.0	4.7
中国通号-H 股	03969 HK	HKD	5.080	44,389	11.0	9.4	8.0	7.3	1.4	1.2	1.1	1.0	14.0	3.8
中国能源建设-H 股	03996 HK	HKD	0.900	27,056	5.1	4.6	4.4	4.1	0.5	0.4	0.4	0.4	10.0	4.3
中国中冶-H 股	01618 HK	HKD	1.950	66,393	6.3	4.9	4.3	4.2	0.5	0.4	0.4	0.3	9.7	4.8
内蒙古能建-H 股	02386 HK	HKD	6.870	30,420	15.3	9.0	8.3	7.9	1.0	1.0	0.9	0.9	10.8	5.2
中国机械工程-H 股	01829 HK	HKD	3.450	14,192	5.6	5.6	5.1	4.5	0.8	0.7	0.6	0.6	13.4	7.5
简单平均					6.7	5.9	5.2	4.8	0.8	0.7	0.6	0.5	11.8	4.4
加权平均					6.2	5.6	5.1	4.6	0.7	0.6	0.5	0.5	11.2	3.7

资料来源: Bloomberg、国泰君安国际。

财务报表及比率

损益表						资产负债表					
Year end 31 Dec (RMB m)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F	Year end 31 Dec (RMB m)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
Total Revenue	680,981	730,123	817,915	889,420	957,182	Fixed Assets	45,982	50,301	54,834	59,840	65,661
Cost of Sales	(618,059)	(658,711)	(738,902)	(802,618)	(862,860)	Intangible Assets	40,156	50,667	60,250	68,845	76,875
Gross Profit	62,922	71,412	79,013	86,802	94,322	Long-Term Receivables	40,662	54,442	57,164	60,022	63,023
Other Income and Gains	(8,547)	(7,314)	(7,084)	(7,128)	(8,064)	Long-Term Investments	26,252	38,127	42,024	45,297	48,442
Selling and Distribution Expenses	(4,531)	(4,431)	(5,153)	(5,603)	(6,030)	Other Non-current Assets	15,938	73,857	74,230	74,621	75,030
Administrative Expenses	(26,058)	(28,807)	(32,308)	(35,132)	(37,809)	Total Non-current Assets	168,989	267,393	288,502	308,624	329,032
Operating Profit	23,786	30,859	34,468	38,938	42,419	Inventories	136,349	159,891	176,638	186,885	190,069
Finance Costs	(2,876)	(5,538)	(6,110)	(6,210)	(6,316)	Trade and Bills Receivables	153,529	109,163	122,289	132,979	143,111
Share of Profits of JVs / Associates	346	(217)	346	306	195	Contract Assets	0	123,938	138,841	150,979	162,481
Profit Before Tax	21,256	25,105	28,704	33,034	36,299	Cash & Cash Equivalents	131,306	132,739	137,697	147,034	161,072
Income Tax	(4,337)	(5,267)	(6,028)	(6,937)	(7,623)	Other Current Assets	231,714	124,546	136,044	147,791	160,362
Profit After Tax	16,919	19,838	22,676	26,097	28,676	Total Current Assets	652,898	650,277	711,508	765,668	817,095
Non-controlling Interest	(862)	(1,903)	(2,268)	(2,610)	(2,868)	Total Assets	821,887	917,671	1,000,010	1,074,292	1,146,127
Shareholders' Profit / Loss	16,057	17,935	20,409	23,487	25,808	Trade and Bills Payables	323,492	334,707	369,451	401,309	431,430
Basic EPS	1.182	1.321	1.503	1.730	1.901	Contract Liabilities	0	89,277	100,145	108,781	116,945
DPS	0.180	0.210	0.225	0.259	0.285	Other Payables	49,798	55,429	67,548	68,526	75,053
						Short-Term Borrowings	29,499	61,781	64,623	67,607	70,740
						Other Current Liabilities	140,867	56,148	54,580	61,008	59,340
						Total Current Liabilities	543,655	597,342	656,348	707,231	753,508
						Long-term Borrowings	94,505	107,299	107,299	107,299	107,299
						Other Non-current Liabilities	5,079	5,695	6,353	6,716	7,121
						Total Non-current Liabilities	99,584	112,993	113,652	114,015	114,420
						Total Liabilities	643,239	710,336	769,999	821,246	867,927
						Share Capital	13,580	13,580	13,580	13,580	13,580
						Reserves	122,432	135,917	156,326	176,752	199,038
						Other Equity Instruments	13,400	20,393	20,393	20,393	20,393
						Total Shareholders' Equity	149,412	169,890	190,298	210,724	233,010
						Minority Interest	29,237	37,445	39,713	42,322	45,190
						Total Equity	178,649	207,335	230,011	253,047	278,200
						Total Equity and Liabilities	821,887	917,671	1,000,010	1,074,292	1,146,127
						BVPS	11.003	12.511	14.014	15.518	17.159

现金流量表					
Year end 31 Dec (RMB m)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
Profit After Tax	16,919	19,838	22,676	26,097	28,676
Depreciation and Amortization	12,420	13,820	14,857	16,251	17,803
Change in Working Capitals	(13,005)	(39,238)	8,723	12,803	16,447
Other Operating Activities	9,070	11,027	2,962	(3,170)	980
Cash from Operating Activities	25,404	5,448	49,219	51,981	63,905
Capital Expenditure	(30,231)	(32,339)	(29,209)	(30,430)	(37,572)
Other Investing Activities	(6,457)	(16,905)	(19,261)	(17,138)	(16,442)
Cash from Investing Activities	(36,688)	(49,244)	(48,471)	(47,568)	(54,014)
Capital Contributions	16,820	14,946	14,295	15,353	14,865
Net Borrowings	19,820	38,373	2,842	2,984	3,133
Dividends	(11,771)	(12,650)	(12,101)	(12,474)	(13,105)
Other Financing Activities	(1,093)	3,244	(1,177)	(1,242)	(1,292)
Cash from Financing Activities	23,775	43,912	3,859	4,622	3,601
Cash at Beg of Year	117,534	129,393	130,088	134,780	143,826
Net Changes in Cash	12,492	116	4,607	9,035	13,492
Forex Changes	(633)	579	85	11	225
Add: Non-pledged Time Deposits over 3M	1,914	2,651	2,917	3,208	3,529
Cash at End of Year	131,306	132,739	137,697	147,034	161,072

财务比率					
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
Gross Margin (%)	9.2	9.8	9.7	9.8	9.9
Operating Margin (%)	3.5	4.2	4.2	4.4	4.4
Net Margin (%)	2.4	2.5	2.5	2.6	2.7
ROA (%)	2.0	2.0	2.0	2.2	2.3
ROE (%)	11.4	11.2	11.3	11.7	11.6
Net Gearing Ratio (%)	Cash	17.5	14.9	11.0	6.1
Interest Coverage (x)	3.9	3.6	3.7	4.1	4.4

资料来源：公司、国泰君安国际。

股评级标准

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
买入	超过 15% 或公司、行业基本面良好
收集	5% 至 15% 或公司、行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或公司、行业基本面中性
减持	-15% 至 -5% 或公司、行业基本面不理想
卖出	小于-15% 或公司、行业基本面不理想

行业评级标准

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
跑赢大市	超过 5% 或行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或行业基本面中性
跑输大市	小于-5% 或行业基本面不理想

利益披露事项

- (1)除深圳国际(00152 HK)外, 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2)分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3)除佳兆业集团(01638 HK)、国泰君安国际控股有限公司(01788 HK)、甘肃银行(02139 HK)、滨海投资有限公司(02886 HK)、价值中国A股(03095 HK)、华夏港股通小型股(03157 HK)、西安海天(08227 HK)、南方东英MSCI-R(83149 HK)外, 国泰君安或其集团公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值1%或以上的财务权益。国泰君安或其集团在现在或过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。
- (4)国泰君安或其集团公司没有为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。
- (5)受雇于国泰君安或其集团公司或与其有联系的个人没有担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告内容既不代表国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)的推荐意见也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易之要约。国泰君安或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如:配售代理、牵头经辨人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票)。

国泰君安的销售员, 交易员和其它专业人员可能会向国泰君安的客户提供与本研究部中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。国泰君安集团的资产管理部和投资业务部可能会做出与本报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安并不对该等数据的准确性和完整性作出任何承诺。报告中可能存在的一些基于对未来政治和经济的某些主观假定和判断而做出预见性陈述, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资证券及投资产品之目的, 及当中的风险。在决定投资前, 如有需要, 投资者务必向其各自专业人士咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对或意图向任何属于任何管辖范围的市民或居民或身处于任何管辖范围的人士或实体发布或供其使用, 而此等发布, 公布, 可供使用情况或使用会违反适用的法律或规例, 或会令国泰君安或其集团公司在此等管辖范围内受制于任何注册或领牌规定。

© 2019国泰君安证券(香港)有限公司版权所有, 不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793

网址: www.gtja.com.hk