

中国中铁 (601390)

坚持高质量发展，第二曲线业务成长快速

买入 (首次)

2023年06月19日

证券分析师 黄诗涛

执业证书: S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师 房大磊

执业证书: S0600522100001

fangdl@dwzq.com.cn

证券分析师 石峰源

执业证书: S0600521120001

shify@dwzq.com.cn

证券分析师 任婕

执业证书: S0600522070003

renj@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业总收入 (百万元) | 1,154,358 | 1,281,396 | 1,393,345 | 1,509,264 |
| 同比 | 8% | 11% | 9% | 8% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 31,276 | 35,378 | 40,118 | 45,111 |
| 同比 | 13% | 13% | 13% | 12% |
| 每股收益-最新股本摊薄 (元/股) | 1.26 | 1.43 | 1.62 | 1.82 |
| P/E (现价&最新股本摊薄) | 6.24 | 5.51 | 4.86 | 4.32 |

关键词: #比同类公司便宜

投资要点

- 公司是交通基建领先龙头，是集勘察设计、施工安装、工业制造、房地产开发、资源矿产、金融投资和其他业务于一体的特大型企业集团。近年来公司营收规模稳步扩张，2017-2022年中国中铁营收年均复合增速10.73%，归母净利润年均复合增速14.25%。公司2022年实现新签合同额30,323.9亿元，同比增长11.1%，再创历史新高。公司坚持高质量发展，ROE水平高于行业平均，在八大央企中位列第二。
- 深化公司战略转型，加大业务结构调整力度。基础设施建设：铁路公路稳步发展，第二曲线业务快速增长。1-5月广义/狭义基建保持+10.1%/+7.5%的高增长，预计基建为今年经济增长的重要抓手。从中国中铁的各项业务情况来看，(1)铁路及公路：中铁在铁路、公路等基础设施工程建设方面行业领先，铁路及公路收入规模稳健增长，毛利率水平逐步提升，铁路从2019年3.00%提升到2022年3.54%，公路从2017年7.09%提升到2022年12.10%。(2)市政及其他：公司加大业务结构转型，近年来市政及其他业务新签订单占比逐步提升，从2016年占比47.88%提升到2022年的59.42%。(3)第二曲线业务：公司积极开拓城市更新、水利水电、水务环保、清洁能源等“第二曲线”市场，布局转型升级新赛道，培育新兴业务板块增量。2022年公司“第二曲线”业务全年新签合同额同比增长81.18%。其他业务：矿产资源储备丰富，稳增长政策发力有色金属需求有望增加。2022年公司其他业务板块实现营收729.12亿元，同比增长25.38%。其中，毛利率较高的矿产资源业务量价齐升，2022年铜金属产量30.29万吨，同比增长25%。随着国内经济恢复，扩大内需、稳定房地产等系列稳增长政策发力，新旧消费动能转换，新领域的高速发展加大对铜、钴、钼、锂等有色金属需求，为有色金属价格提供稳定支撑。
- 共建“一带一路”加速推进，公司海外经营有望复苏。中国中铁充分发挥自身全产业链优势，深度参与“一带一路”建设；通过推动海外经营体制改革，构建“一体两翼N驱”海外发展新阵型、“大区+国别+项目”海外经营管理新体系，加快了国际化发展步伐。公司境外新签合同规模从2017年的905亿元提升到2022年的1838亿元，年均复合增速达到15.23%，2022年公司境外业务营收占比达到5.06%，预计未来仍将进一步提升。
- 盈利预测与投资评级：当前公司估值水平处于历史中枢偏下位置，6月16日收盘价对应的PB-LF为0.742倍，对应PE-TTM为6.179倍，处于历史区间25%-50%分位之间。当前稳增长主线清晰，基建链条景气维持高位，房建及房地产开发景气筑底复苏，“一带一路”相关政治、经济政策落地将提振建筑公司海外业务成长预期，国企改革加速推进，看好公司估值持续修复机会。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别354/401/451亿元，对应PE分别为5.5X/4.9X/4.3X，公司目前估值水平低于可比公司平均水平，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：基建投资增速不及预期的风险、“一带一路”提振海外业务不及预期、国企改革推进不及预期、新业务拓展不及预期的风险。

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|------------|
| 收盘价(元) | 7.88 |
| 一年最低/最高价 | 4.96/9.60 |
| 市净率(倍) | 0.74 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 160,464.69 |
| 总市值(百万元) | 195,047.30 |

基础数据

| | |
|--------------|-----------|
| 每股净资产(元,LF) | 10.62 |
| 资产负债率(% ,LF) | 73.71 |
| 总股本(百万股) | 24,752.20 |
| 流通 A 股(百万股) | 20,363.54 |

相关研究

内容目录

| | |
|--|-----------|
| 1. 中国中铁：传统基建稳步增长，第二曲线业务快速发展 | 5 |
| 1.1. 交通基建领先龙头，股权激励进一步激发公司活力 | 5 |
| 1.2. 经营质量优异，ROE 水平高于行业平均 | 7 |
| 2. 铁路公路稳步发展，第二曲线业务快速增长 | 11 |
| 2.1. 基建为“稳增长”重要支撑，房建结构有望受益于新型城镇化实现优化 | 11 |
| 2.1.1. 基建端：“稳增长”推动基建实物工作量加速落地，行业集中度加速提升 | 11 |
| 2.1.2. 房建端：竣工受益于保交楼加速回暖，新开工仍承压，非住宅业态有望扩容 | 13 |
| 2.2. 铁路及公路收入规模稳健增长，盈利能力逐步提升 | 14 |
| 2.3. 水利等第二曲线业务持续扩张，为市政业务贡献增量 | 16 |
| 2.4. “一带一路”倡议提出十周年，国际工程加速复苏 | 16 |
| 3. 房地产开发业务逆势增长，打造特色发展模式 | 18 |
| 4. 装备制造领域优势突出，多类产品市占率领先 | 20 |
| 5. 矿产资源储备丰富，稳增长政策发力有色金属需求有望增加 | 21 |
| 6. 盈利预测和投资建议 | 24 |
| 7. 风险提示 | 28 |

图表目录

| | | |
|-------|-------------------------------------|----|
| 图 1: | 中国中铁公司发展历史沿革..... | 5 |
| 图 2: | 中国中铁股权结构图（截至 2022 年年末）..... | 6 |
| 图 3: | 公司营业收入及增速变动..... | 8 |
| 图 4: | 公司归母净利润及增速变动..... | 8 |
| 图 5: | 中国中铁经营活动现金流量净额（亿元）..... | 8 |
| 图 6: | 2022 年公司营收结构占比..... | 9 |
| 图 7: | 2022 年公司毛利结构占比..... | 9 |
| 图 8: | 中国中铁主要业务情况介绍..... | 9 |
| 图 9: | 公司新签订单情况..... | 10 |
| 图 10: | 2022 年公司新签订单结构情况..... | 10 |
| 图 11: | 公司 2016-2022 年新签合同额结构变动情况..... | 10 |
| 图 12: | 公司 ROE 水平维持在较高位置..... | 11 |
| 图 13: | 2022 年八大央企 ROE 水平对比..... | 11 |
| 图 14: | 出口/零售/房地产投资同比增速情况..... | 12 |
| 图 15: | 广义/狭义基建投资高基数下同比继续高增..... | 12 |
| 图 16: | 今年 1-4 月全国专项债发行与去年同期体量基本持平（亿元）..... | 12 |
| 图 17: | 三大类基建投资累计同比增速情况..... | 12 |
| 图 18: | 建筑业 PMI: 商务活动指数..... | 12 |
| 图 19: | 建筑业 PMI: 业务预期指数..... | 12 |
| 图 20: | 房地产开发投资完成额和建筑工程分项累计同比增速..... | 13 |
| 图 21: | 房屋新开工与竣工面积累计同比增速..... | 13 |
| 图 22: | 各类房屋竣工面积及同比增速（亿平）..... | 14 |
| 图 23: | 各类房屋竣工面积占比情况..... | 14 |
| 图 24: | 全国铁路投资额及变动情况..... | 14 |
| 图 25: | 全国公路投资额及增速..... | 14 |
| 图 26: | 公司铁路业务新签合同及增速（亿元）..... | 15 |
| 图 27: | 公司公路业务新签合同及增速（亿元）..... | 15 |
| 图 28: | 公司铁路业务毛利率变动情况（%）..... | 15 |
| 图 29: | 公司公路业务毛利率变动情况（%）..... | 15 |
| 图 30: | 市政及其他基建业务新签合同额及增速（亿元）..... | 16 |
| 图 31: | 2022 年市政及其他业务新签订单及同比（亿元）..... | 16 |
| 图 32: | “一带一路”推动沿线国家工程合作占比提升..... | 17 |
| 图 33: | “一带一路”推动沿线国家工程合作规模提升..... | 17 |
| 图 34: | 公司境内外营业收入情况（亿元）..... | 18 |
| 图 35: | 公司海外新签合同额及变动..... | 18 |
| 图 36: | 2022 年八大建筑央企境外营收规模对比（亿元）..... | 18 |
| 图 37: | 2022 年八大建筑央企境外新签规模对比（亿元）..... | 18 |
| 图 38: | 中国中铁房地产开发业务涉猎广泛..... | 19 |
| 图 39: | 公司房地产业务营收及增速变动..... | 19 |
| 图 40: | 公司房地产业务销售金额及增速变动..... | 19 |
| 图 41: | 中国中铁工业制造主要产品及工程..... | 20 |
| 图 42: | 公司工程设备制造营收及变动..... | 21 |

| | | |
|-------|---|----|
| 图 43: | 工程设备制造业务新签合同额变动..... | 21 |
| 图 44: | 中国中铁旗下五座现代化矿山..... | 22 |
| 图 45: | 铜钼现货价格变动情况 (元/吨) | 24 |
| 图 46: | 公司矿产资源业务营收及毛利率变动..... | 24 |
| 图 47: | 中铁资源净利润及变动..... | 24 |
| 图 48: | 华刚矿业营收及净利润变动情况..... | 24 |
| 图 49: | 中国中铁 PE-Band (截至 2023 年 6 月 16 日) | 27 |
| 图 50: | 中国中铁 PB-Band (截至 2023 年 6 月 16 日) | 27 |
| 表 1: | 公司限制性股票激励计划业绩考核目标..... | 7 |
| 表 2: | 五年规划中对铁路营业里程的规划..... | 15 |
| 表 3: | 中国中铁房地产业务分区域的销售情况 (亿元) | 20 |
| 表 4: | 中国中铁其他业务明细 (亿元) | 22 |
| 表 5: | 中铁资源矿产资源项目情况表..... | 23 |
| 表 6: | 公司分业务收入及成本预测表..... | 25 |
| 表 7: | 可比公司盈利预测与估值 (截至 2023 年 6 月 16 日) | 28 |

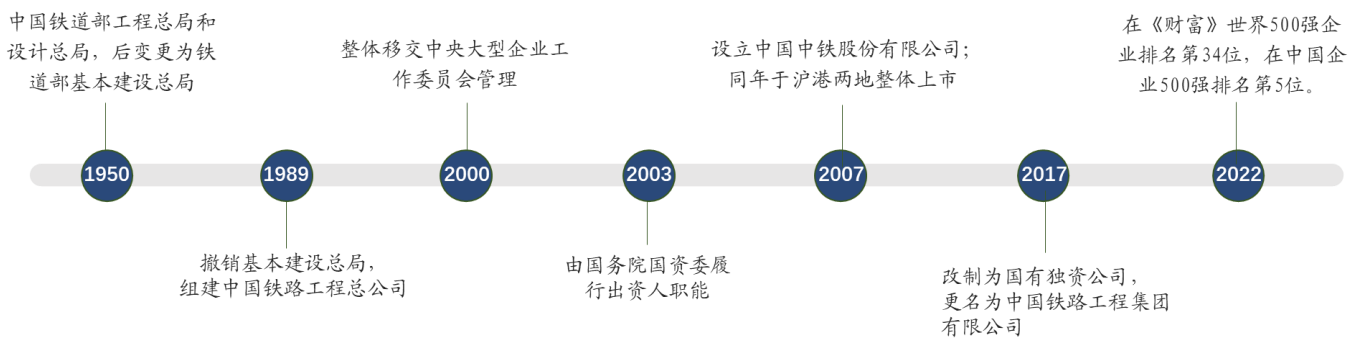
1. 中国中铁：传统基建稳步增长，第二曲线业务快速发展

1.1. 交通基建领先龙头，股权激励进一步激发公司活力

中国中铁是集勘察设计、施工安装、工业制造、房地产开发、资源矿产、金融投资和其他业务于一体的特大型企业集团。作为全球大型建筑工程承包商之一，中国中铁连续 17 年进入世界企业 500 强，2022 年在《财富》世界 500 强企业排名第 34 位，在中国企业 500 强排名第 5 位。

中国中铁发展历史悠久。1950 年 3 月为中国铁道部工程总局和设计总局，后变更为铁道部基本建设总局。1989 年 7 月，经国务院批准撤销基本建设总局，组建中国铁路工程总公司。2000 年 9 月，与铁道部实行政企分开，整体移交中央大型企业工作委员会管理。2003 年 5 月由国务院国资委履行出资人职能。2007 年 9 月 12 日，中国铁路工程总公司独家发起设立中国中铁股份有限公司，并于 2007 年 12 月 3 日和 12 月 7 日，分别在上海证券交易所和香港联合交易所上市。2017 年 12 月由全民所有制企业改制为国有独资公司，更名为中国铁路工程集团有限公司。

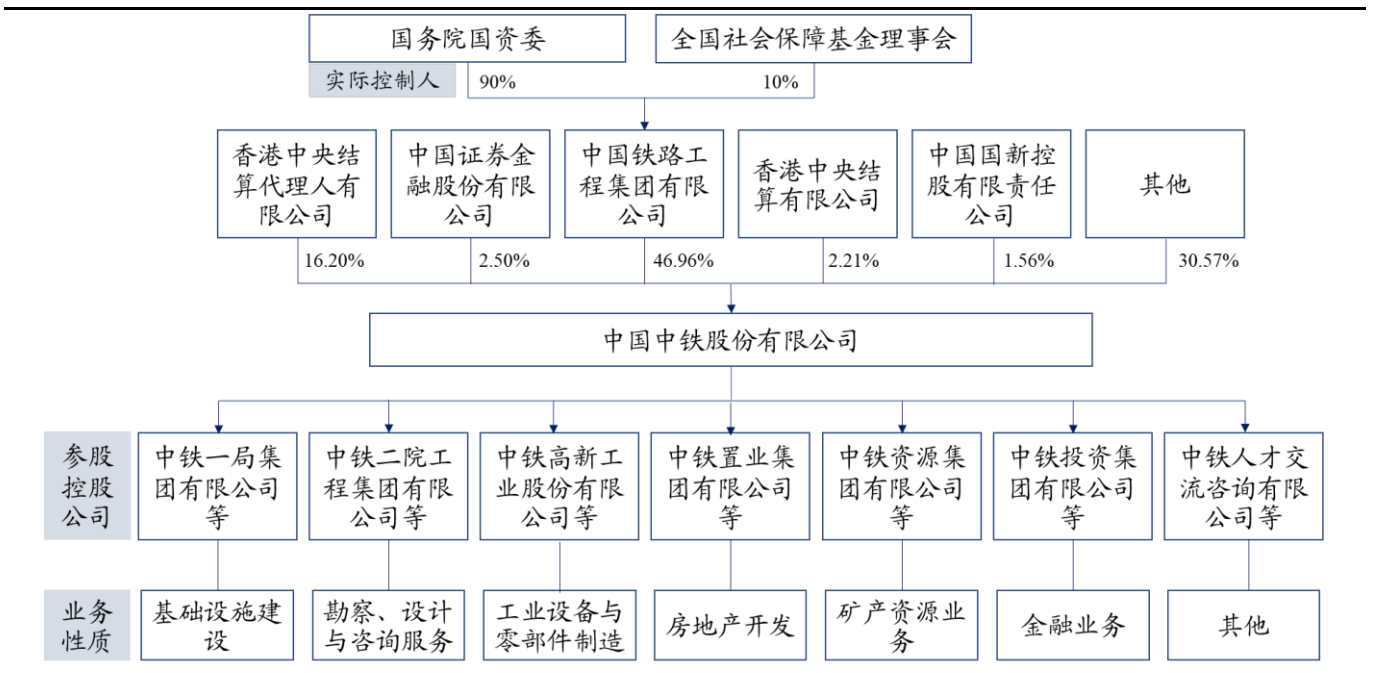
图1：中国中铁公司发展历史沿革



数据来源：WIND，公司官网，东吴证券研究所

中国中铁是八大建筑央企之一，控股股东为中国铁路工程集团有限公司，持股比例为 46.98%，实际控制人为国务院国资委。中国中铁业务范围涵盖了几乎所有基本建设领域，旗下众多子公司涵盖的业务范围包括铁路、公路、市政、房建、城市轨道交通、水利水电、机场、港口、码头等等，能够提供建筑业“纵向一体化”的一揽子交钥匙服务。此外，公司实施有限相关多元化战略，在勘察设计与咨询、工业设备和零部件制造、房地产开发、矿产资源开发、高速公路运营、金融等业务方面也取得了较好的发展。

图2：中国中铁股权结构图（截至 2022 年年末）



数据来源：WIND，公司官网，东吴证券研究所

持续深化国有企业改革，限制性股票激励激发公司活力。公司积极相应国企改革行动方案，2020 年 6 月 30 日，中央深改委通过《国企改革三年行动方案(2020-2022 年)》，随后中国中铁于 2021 年初提出《中国中铁深化改革三年行动实施方案(2020-2022 年)》，公司全面落实国企改革三年行动任务，6 大改革领域 31 个改革方面共计 221 项任务全部完成，考核结果为 A 级，入评“国有企业公司治理示范企业”。

公司于 2022 年实施限制性股票激励计划，激励计划首次授予的激励对象达到 697 人，包括公司董事、高级管理人员、中层管理人员及核心骨干等。根据公司限制性股票激励计划，2022-2024 年的业绩考核目标分别为以 2020 年为基准，1) 2022-2024 年扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率不低于 10.5%/11%/11.5%；2) 2022-2024 年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润年复合增长率不低于 12%/12%/12%。激励计划有助于激发管理团队的积极性，提高经营效率；3) 完成国务院国资委经济增加值（EVA）考核目标。

经营指标持续优化，推动公司高质量发展。2023 年公司提出发展目标为“三增两控四提升”，“三增”即新签合同额、营业收入、利润总额分别有所增长；“两控”即资产负债率同比不增高，“两金”占营业收入比重下降；“四提高”即净资产收益率、全员劳动生产率、营业现金比率有所提高，研发投入有所增长。公司进一步优化经营结构，找到业务发展和资产质量的薄弱环节并着重加以优化，推动公司高质量发展。

表1: 公司限制性股票激励计划业绩考核目标

| 解除限售期 | 业绩考核目标 | 解除限售比例 |
|----------|---|--------|
| 第一个解除限售期 | (1) 2022 年度扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率不低于 10.50%，且不低于同行业平均业绩水平或对标企业 75 分位值水平； (2) 以 2020 年为基准，2022 年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润复合增长率不低于 12%，且不低于同行业平均业绩水平或对标企业 75 分位值水平； (3) 2022 年度完成国务院国资委经济增加值(EVA)考核目标。 | 1/3 |
| 第二个解除限售期 | (1) 2023 年度扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率不低于 11.00%，且不低于同行业平均业绩水平或对标企业 75 分位值水平； (2) 以 2020 年为基准，2023 年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润复合增长率不低于 12%，且不低于同行业平均业绩水平或对标企业 75 分位值水平； (3) 2023 年度完成国务院国资委经济增加值(EVA)考核目标。 | 1/3 |
| 第三个解除限售期 | (1) 2024 年度扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率不低于 11.50%，且不低于同行业平均业绩水平或对标企业 75 分位值水平； (2) 以 2020 年为基准，2024 年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润复合增长率不低于 12%，且不低于同行业平均业绩水平或对标企业 75 分位值水平； (3) 2024 年度完成国务院国资委经济增加值(EVA)考核目标。 | 1/3 |

数据来源：WIND，东吴证券研究所

1.2. 经营质量优异，ROE 水平高于行业平均

业务规模稳步扩张，着力推动企业高质量发展。近年来公司营收规模稳步扩张，2017-2022 年中国中铁营收年均复合增速 10.73%，2021 年，中国中铁营业总收入首次突破万亿大关，2022 年公司营业总收入 11,543.58 亿元，同比增长 7.56%，再创新高。利润端，盈利水平稳中有进，2017-2022 年公司归母净利润年均复合增速 14.25%，2022 年归属于上市公司股东的净利润 312.76 亿元，同比增长 13.25%。

图3: 公司营业收入及增速变动

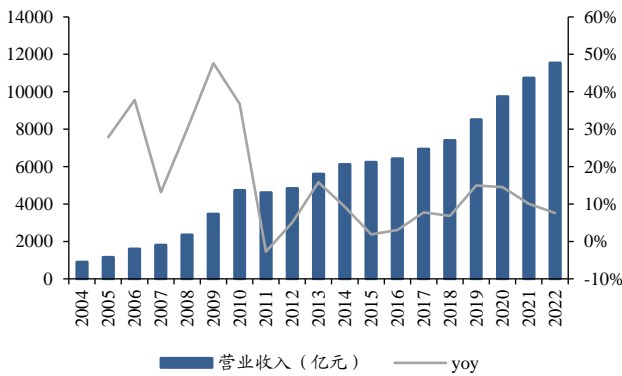
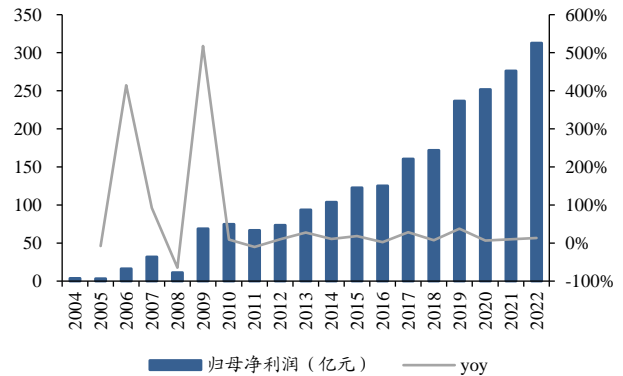


图4: 公司归母净利润及增速变动

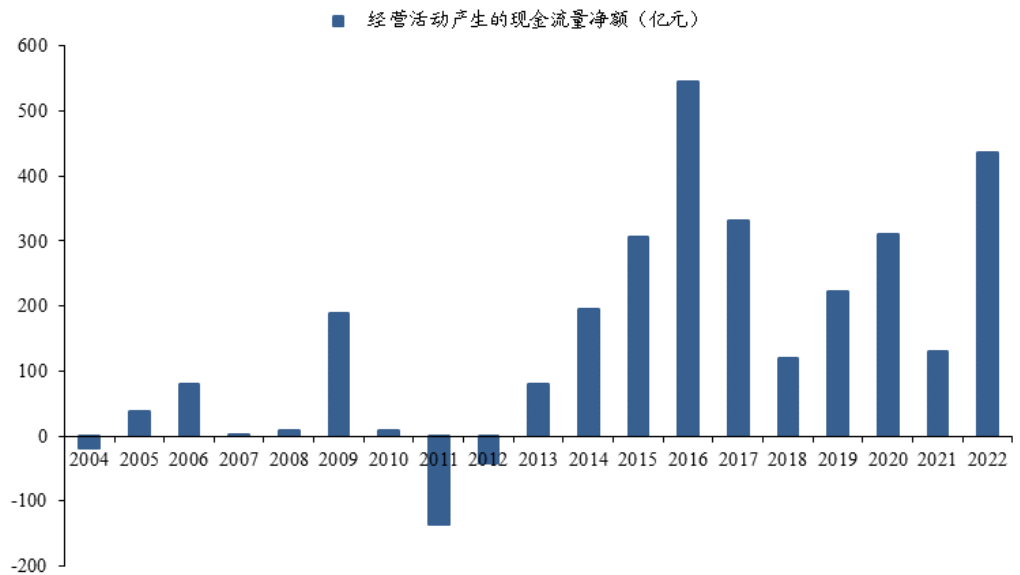


数据来源: WIND, 东吴证券研究所

数据来源: WIND, 东吴证券研究所

保持高质量发展，经营性现金流见底回升。除2021年外，2018年至今公司经营活动产生的现金流量净额逐年改善。2022年公司经营活动产生的现金流量净额为435.52亿元，同比多流入304.82亿元，主要原因是公司积极利用国家出台的稳增长措施加快回收资金，同时加强现金流管控，努力改善资金状况。

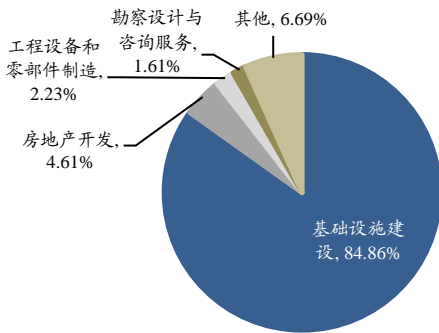
图5: 中国中铁经营活动现金流量净额 (亿元)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

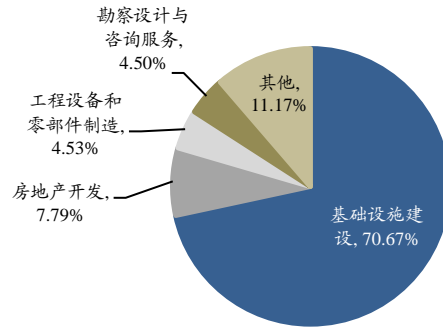
持续优化产业布局，主业突出、相关多元的发展战略成效显著。公司四大核心业务包括基础设施建设、房地产开发、装备制造及勘察设计。2022年公司基建业务营收占比84.86%，毛利贡献70.67%。主业之外，公司在地产开发、装备制造、勘察设计与咨询等业务方面多元化发展，2022年房地产开发、装备制造、勘察设计业务收入占比分别为4.61%、2.23%和1.61%。

图6: 2022 年公司营收结构占比



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图7: 2022 年公司毛利结构占比



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

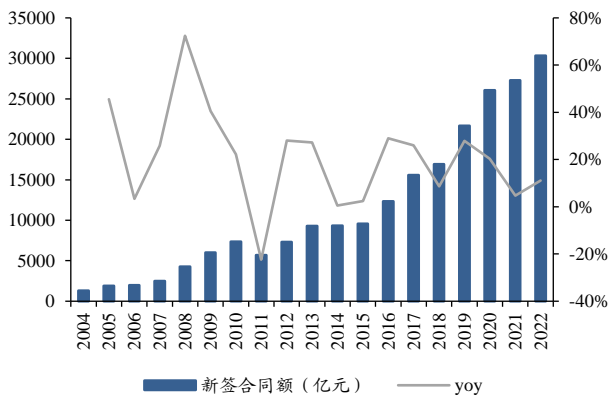
图8: 中国中铁主要业务情况介绍

| 基础设施建设业务 | 勘察设计与咨询服务业务 | 工业设备与零部件制造业务 | 房地产开发业务 | 其他业务 |
|---|---|---|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> ■ 铁路建设 ■ 公路建设 ■ 市政工程和其他建设 | <ul style="list-style-type: none"> ■ 铁路、公路、城市轨道交通 ■ 桥梁、隧道 ■ 水利水电 | <ul style="list-style-type: none"> ■ 道岔 ■ 工程/隧道施工设备 ■ 桥梁建筑钢结构 ■ 铁路电气化器材 | <ul style="list-style-type: none"> ■ 住宅 ■ 商用物业 ■ 旅游养老地产 | <ul style="list-style-type: none"> ■ 基础设施运营 ■ 矿产资源开发 ■ 金融服务 |
| <ul style="list-style-type: none"> ■ 中国最大的铁路建设集团, 在国内中大型铁路建设市场的市场份额保持在45%以上; ■ 在高速公路基建市场的市场份额在10%以上; ■ 在城市轨道交通市场的市场份额在35%以上。 | <ul style="list-style-type: none"> ■ 中国桥梁、隧道和电气化铁路勘察设计市场的领先企业; ■ 占中国铁路勘察设计市场的市场份额约为30%; ■ 占中国城市轨道交通勘察设计市场的市场份额约为35%。 | <ul style="list-style-type: none"> ■ 全国最大的道岔和桥梁钢结构制造商, 全球销量最大的盾构机研发制造商, 中国最大的铁路专用施工装备制造制造商; ■ 国内市场占有率: 高速道岔60%以上; 重载道岔50%以上; 轨道交通道岔70%以上; 大型桥梁钢结构60%以上; 国内高速铁路接触网60%以上。 | <ul style="list-style-type: none"> ■ 提供多样化住房; ■ 从事多种商业地产的开发、销售、租赁和管理业务; ■ 截至2022年末, 公司持有待开发土地面积2024万平方米。 | <ul style="list-style-type: none"> ■ 拥有基础设施运营项目主要包括轨道交通、高速公路、水务、地下综合管廊等类型, 运营期基本在8至40年之间; ■ 拥有铜、钴、钨、锌等矿产资源产品; ■ 拥有财务公司、信托公司以及资本公司等金融服务平台。 |

数据来源: WIND, 公司官网, 东吴证券研究所

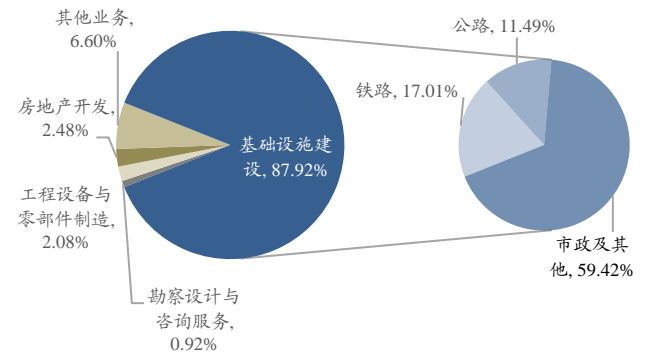
新签合同再创新高, 第二曲线业务增速突出。2022 年公司实现新签合同额 30,323.9 亿元, 同比增长 11.1%, 再创历史新高。新签订单结构中, 基础设施建设占比达到 87.92%, 房地产开发业务占比 2.48%。其中境内业务实现新签合同额 28,486.1 亿元, 同比增长 10.5%; 境外业务实现新签合同额 1,837.8 亿元, 同比增长 21.1%。2022 年公司将水利水电、生态环保、清洁能源等作为“第二曲线”业务, 集中发力、做大市场规模、厚植竞争优势, 2022 年第二曲线业务实现新签合同额 3,018.92 亿元, 同比增长 81.18%。

图9：公司新签订单情况



数据来源：WIND，东吴证券研究所

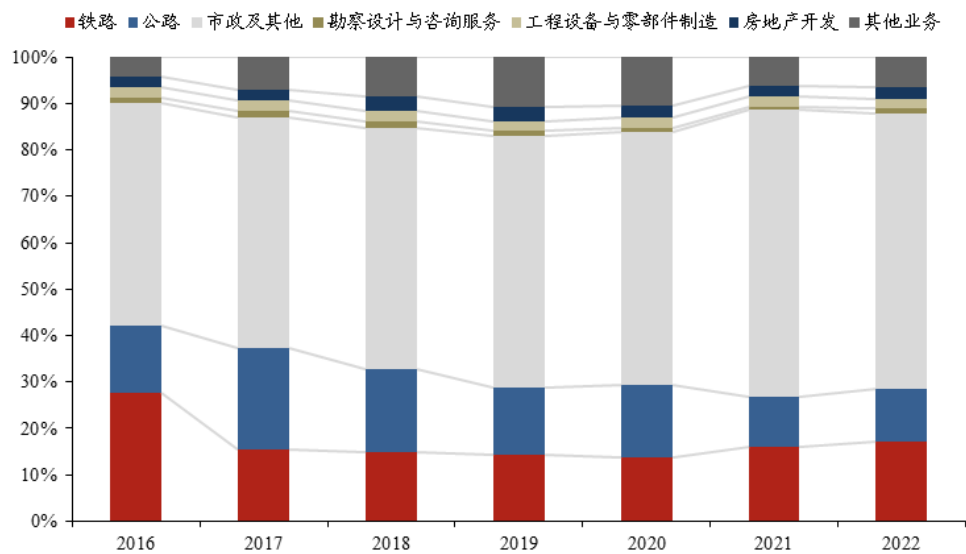
图10：2022 年公司新签订单结构情况



数据来源：WIND，东吴证券研究所

加大结构调整力度、寻求新的效益增长点。从公司的新签订单结构来看，公司近年来市政及其他业务新签订单占比逐步提升，从 2016 年占比 47.88%提升到 2022 年的 59.42%。铁路及公路新签合计占比从 2016 年的 42.20%下降到 2022 年的 28.50%。

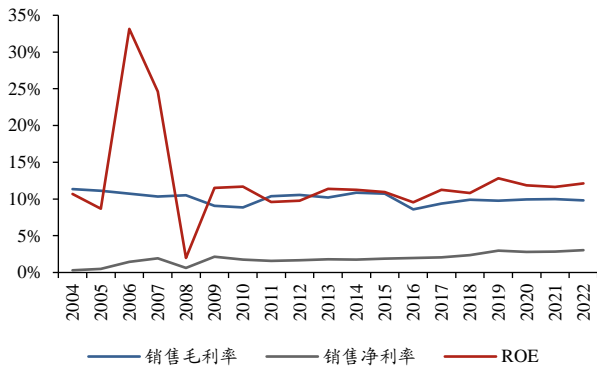
图11：公司 2016-2022 年新签合同额结构变动情况



数据来源：WIND，东吴证券研究所

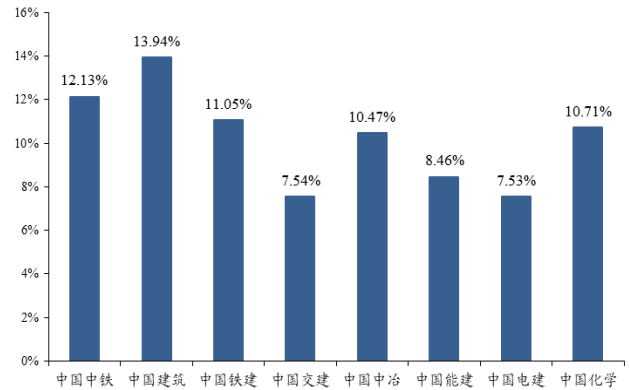
坚持高质量发展，ROE 水平高于行业平均。公司毛利率保持稳定，净利率稳中有升，公司 2022 年销售毛利率 9.81%，销售净利率 3.04%，同比提升 0.19 个百分点。2022 年公司 ROE 水平达到 12.13%，同比提升 0.5 个百分点，在八大央企中位列第二。

图12: 公司 ROE 水平维持在较高位置



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图13: 2022 年八大央企 ROE 水平对比



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

2. 铁路公路稳步发展, 第二曲线业务快速增长

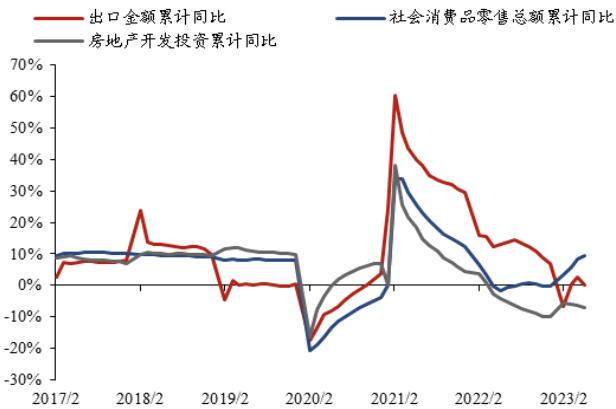
2.1. 基建为“稳增长”重要支撑, 房建结构有望受益于新型城镇化实现优化

2.1.1. 基建端: “稳增长”推动基建实物工作量加速落地, 行业集中度加速提升

政府工作报告强调稳增长扩内需, 全年 GDP 增速目标定为 5%。中央经济工作会议定调“稳”字当头, 提出加大宏观政策调控力度, 积极的财政政策要加力提效, 稳健的货币政策要精准有力; 政府工作报告提出 2023 年 GDP 增长目标为 5%, 宏观政策延续稳增长、稳就业、稳物价、稳信心的整体基调, 着力扩大国内需求为重点工作之首, 把恢复和扩大消费摆在优先位置, 政府投资和政策激励要有效带动全社会投资; 财政部今年拟安排地方政府专项债券 3.8 万亿元。

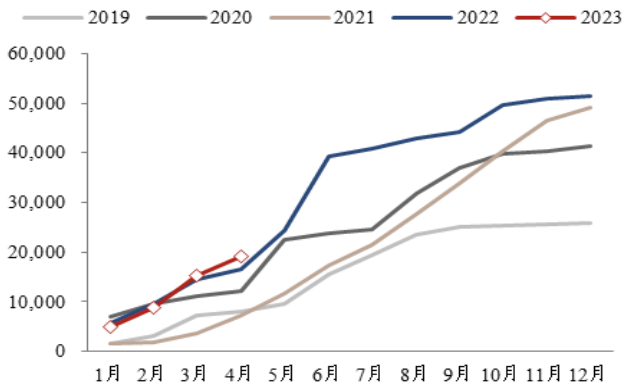
经济增长目标达成具有挑战性, 预计基建将仍然为今年经济增长的重要抓手。2023 年 1-5 月社会消费品零售总额同比+9.3%、出口总额同比+0.3%, 房地产开发投资同比降幅为-7.2%; 相比之下, 1-5 月广义/狭义基建在高基数下继续保持+10.1%/+7.5%的高增长, 分项来看电力/热力/燃气及水的生产和供应业投资、交通运输/仓储与邮政业投资、水利/环境和公共设施管理业投资 1-5 月同比分别+27.6%、+6.9%、+4.7%。项目端, 春节过后各地积极推进重大项目开工, 且 2022 年第二批金融工具支持的项目自去年 Q4 起陆续分批开工, 将在今年贡献实物工作量; 资金端, 1-4 月全国新增专项债发行 19252 亿元, 较去年同期增加 2734 亿元。在消费和出口数据仍处于修复进程的背景之下, 我们预计 2023 年经济增长目标的达成仍需要基建的托底支撑。

图14: 出口/零售/房地产投资同比增速情况



数据来源: 国家统计局, Wind, 东吴证券研究所

图16: 今年1-4月全国专项债发行与去年同期体量基本持平(亿元)



数据来源: 财政部, Wind, 东吴证券研究所

图15: 广义/狭义基建投资高基数下同比继续高增



数据来源: 国家统计局, Wind, 东吴证券研究所

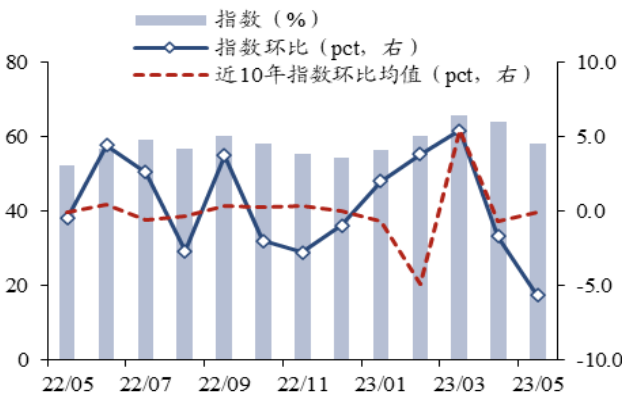
图17: 三大类基建投资累计同比增速情况



数据来源: 国家统计局, Wind, 东吴证券研究所

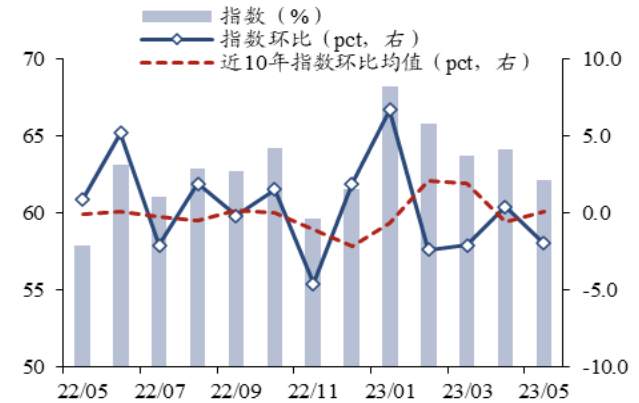
2022年四季度以来建筑业PMI持续高于近年来中枢,行业景气度维持高位。23年5月建筑业商务活动指数为58.2%,环比4月变动-5.7个百分点,景气水平仍位于高位区间;业务活动预期指数为62.1%,连续六个月位于高位景气区间,反映建筑业企业对市场发展保持乐观。

图18: 建筑业PMI: 商务活动指数



数据来源: 国家统计局, Wind, 东吴证券研究所

图19: 建筑业PMI: 业务预期指数



数据来源: 国家统计局, Wind, 东吴证券研究所

2.1.2. 房建端：竣工受益于保交楼加速回暖，新开工仍承压，非住宅业态有望扩容

2022 全年房地产开发投资增速快速下行，2023 年以来累计同比降幅有所收窄。2022 年房地产开发投资增速下行，根据国家统计局数据，2022 年全年全国实现房地产开发投资额 13.3 万亿元，同比下滑 10.0%，其中建筑工程分项实现开发投资额 7.9 万亿元，同比下滑 10.8%；按业态来看，住宅开发实现投资额 10.1 亿元，同比下滑 9.5%，住宅开发投资完成额占比达 76%，仍然是房地产开发投资增速的主要决定因素。

竣工端受益于保交楼政策加速回暖，新开工继续承压。今年 1-4 月/1-5 月全国房屋竣工面积分别实现累计同比+18.80%/+19.60%，预计主要是受益于“保交楼”政策的持续推进；但新开工今年 1-5 月累计同比下滑 22.6%，同比降幅继续扩大，行业仍处于弱复苏进程之中。

图20：房地产开发投资完成额和建筑工程分项累计同比增速



数据来源：国家统计局，Wind，东吴证券研究所

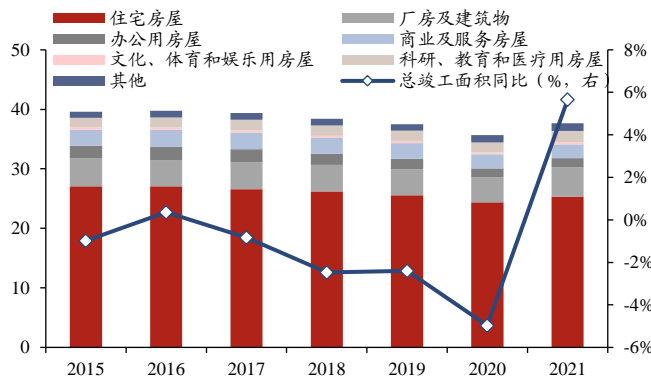
图21：房屋新开工与竣工面积累计同比增速



数据来源：国家统计局，Wind，东吴证券研究所

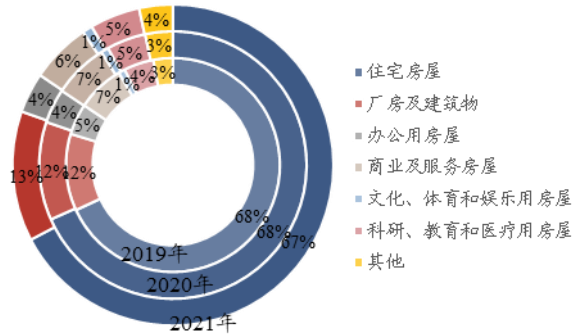
住宅房屋在房建总体中占比略降，新型城镇化有望推动非住宅类房建需求增加。根据建筑业统计年鉴，2021 年我国房屋建筑业实现竣工面积 37.7 亿平，同比+5.7%，其中住宅房屋实现竣工面积 25.3 亿平，同比+4.1%，住宅房屋竣工面积的占比由 2019 年的 68.1%略降至 2021 年的 67.3%；根据政府工作报告，截至 2022 年底我国常住人口城镇化率为 65.2%，“十四五”规划提出的“常住人口城镇化率提高到 65%”的目标提前实现，新型城镇化亟待加速推进；2022 年 12 月科技部、住建部印发《“十四五”城镇化与城市发展科技创新专项规划》，其中提出“加强城市发展规律与城镇空间布局研究”、“农乡格局进一步提高综合配套设施”等，有望带动城市内公共建筑需求的提升，推动非住宅类房建项目占比增加。

图22: 各类房屋竣工面积及同比增速 (亿平)



数据来源: 建筑业统计年鉴, Wind, 东吴证券研究所

图23: 各类房屋竣工面积占比情况



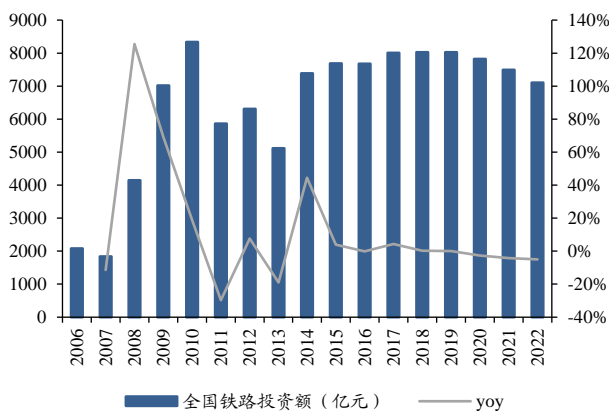
数据来源: 建筑业统计年鉴, Wind, 东吴证券研究所

2.2. 铁路及公路收入规模稳健增长, 盈利能力逐步提升

中国中铁在铁路、公路等基础设施工程建设方面具备行业领先地位。铁路市场份额稳居国内第一, 城轨、公路市场份额及大跨桥梁、长大隧道、电气化均居领先地位, 全断面盾构份额连续 11 年国内第一、6 年世界第一。

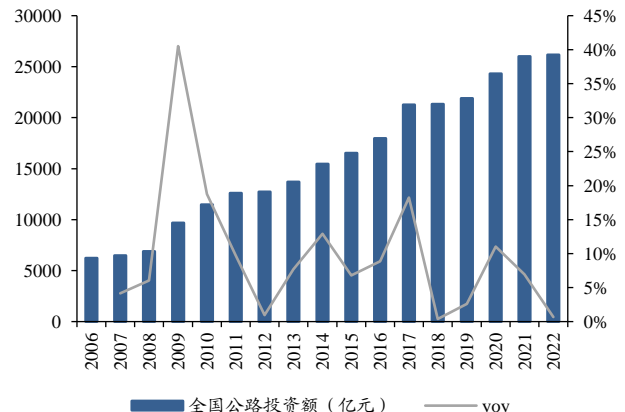
全国铁路投资增速有所放缓, 但仍维持较高水平。2017-2019 年我国铁路投资额 8000 亿元以上, 近年来增速规模有所下滑, 但仍维持高位, 2022 年我国铁路固定投资额 7109 亿元, 同比下滑 5.08%。根据“十四五”现代综合交通运输体系发展规划, 铁路营业里程将从 2020 年的 14.6 万公里发展为 2025 年的 16.5 万公里; 其中高速铁路营业里程将从 2020 年的 3.8 万公里发展为 2025 年的 5 万公里, 尽管增速放缓, 但是铁路订单量仍然较大。尽管全国铁路投资规模有所下滑, 但中国中铁新签订单增速维持较快增长, 龙头地位凸显。2022 年中国中铁铁路业务新签合同额 5,157.8 亿元, 同比增长 19.0%; 未完合同额 7,612.0 亿元, 同比增长 5.0%。

图24: 全国铁路投资额及变动情况



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图25: 全国公路投资额及增速



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

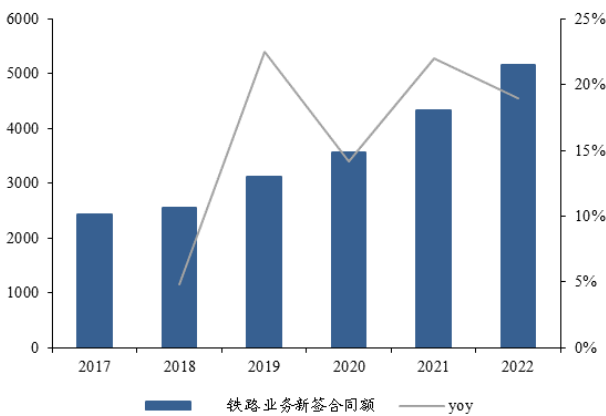
表2: 五年规划中对铁路营业里程的规划

| | 目标营业里程 (万公里) | 实际营业里程 (万公里) |
|---------|--------------|--------------|
| “十五”规划 | 7.5 | 7.54 |
| “十一五”规划 | 9 | 9.12 |
| “十二五”规划 | 12 | 12.10 |
| “十三五”规划 | 15 | 14.63 |
| “十四五”规划 | 16.5 | — |

数据来源: 发改委, 东吴证券研究所

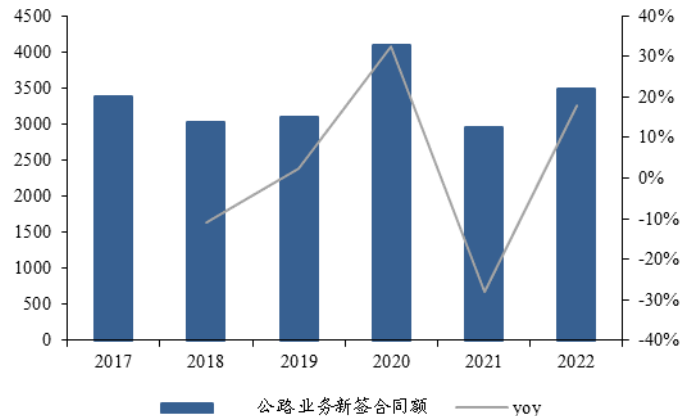
全国公路投资规模继续增加, 中国中铁市占率持续提升。2022 年我国公路固定资产投资额 2.62 万亿元, 同比增长 0.67%。公司 2022 年全年公路业务完成新签合同额 3,483.1 亿元, 同比增长 18.0%; 未完合同额 6,507.1 亿元, 同比减少 5.9%。

图26: 公司铁路业务新签合同及增速 (亿元)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

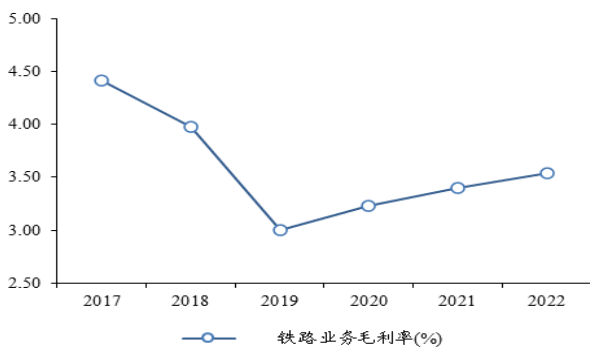
图27: 公司公路业务新签合同及增速 (亿元)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

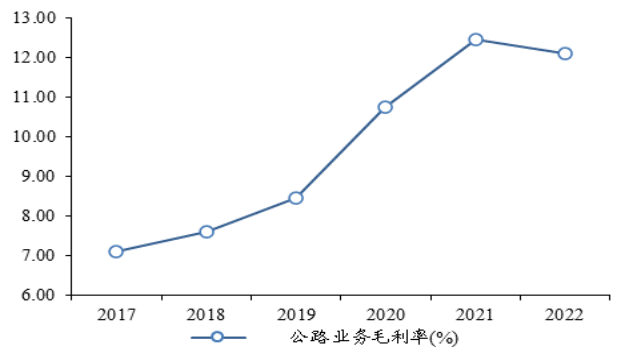
铁路业务毛利率逐步回升, 公路业务毛利率基本维持稳定。近年来公司铁路业务毛利率逐步改善, 从 2019 年的 3.00% 逐步提升到 2022 年的 3.54%, 盈利能力持续改善。近年来公路业务毛利率也持续提升, 从 2017 年的 7.09% 提升到 2021 年的 12.45%, 2022 年公司公路业务毛利率 12.10%, 基本维持稳定。

图28: 公司铁路业务毛利率变动情况 (%)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图29: 公司公路业务毛利率变动情况 (%)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

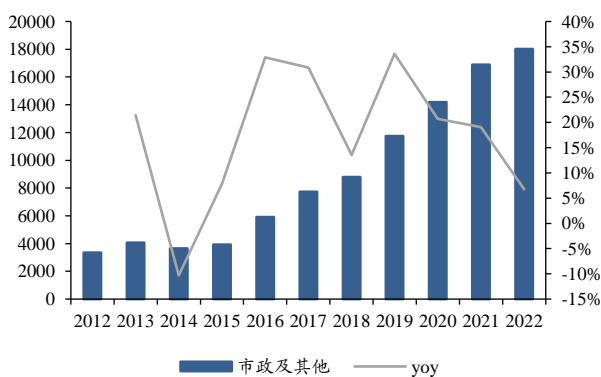
2.3. 水利等第二曲线业务持续扩张，为市政业务贡献增量

公司持续深耕城市综合开发领域经营，不断夯实市政、房建等传统业务竞争优势，水利水电、港口与航道、机场工程等领域经营成效明显。2022 年全年市政及其他业务完成新签合同额 18,018.4 亿元，同比增长 6.8%；未完合同额 30,318.6 亿元，同比增长 8.5%。其中，**市政业务**完成新签合同额 3,149.6 亿元，同比减少 24.3%；**房建业务**完成新签合同额 8,418.2 亿元，同比增长 6.2%；**城市轨道交通业务**完成新签合同额 1,177.4 亿元，同比减少 21.1%。

公司积极开拓城市更新、水利水电、水务环保、清洁能源等“第二曲线”市场，布局转型升级新赛道，培育新兴业务板块增量。2022 年公司“第二曲线”经营成效显著，全年新签合同额 3,018.92 亿元，占基础设施建设业务新签总额的 11.3%，同比增长 81.18%。其中，**水利水电板块**新签合同额 985.57 亿元，同比增长 223.29%；**生态环保板块**新签合同额 752.23 亿元，**清洁能源板块**新签合同额超 400 亿元。

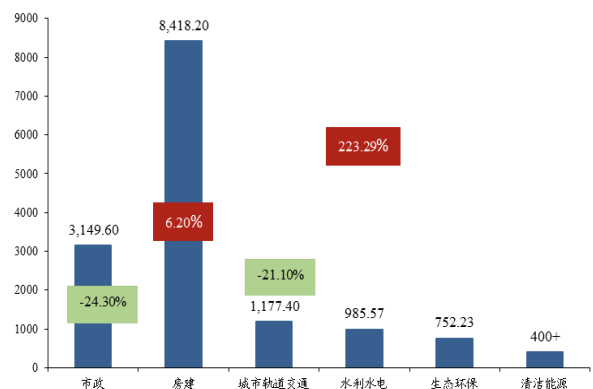
把握水利建设投资发展机遇，兼并收购加快布局。2022 年，全国完成水利建设投资 10,893 亿元，较 2021 年全年增长 43.8%，新开工水利项目数量、投资规模为历史最多。公司把握市场机遇，在水利水电业务加快开拓，水利水电板块新签合同额快速增长。中国中铁 2020 年收购江西水利院并更名为中铁水利院，正式切入水利水电护色剂行业；2022 年公司出资 110 亿元收购滇中引水工程有限公司 33.54% 股权，加速发展水利水电业务。

图30: 市政及其他基建业务新签合同额及增速 (亿元)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图31: 2022 年市政及其他业务新签订单及同比 (亿元)



数据来源: WIND, 公司公告, 东吴证券研究所

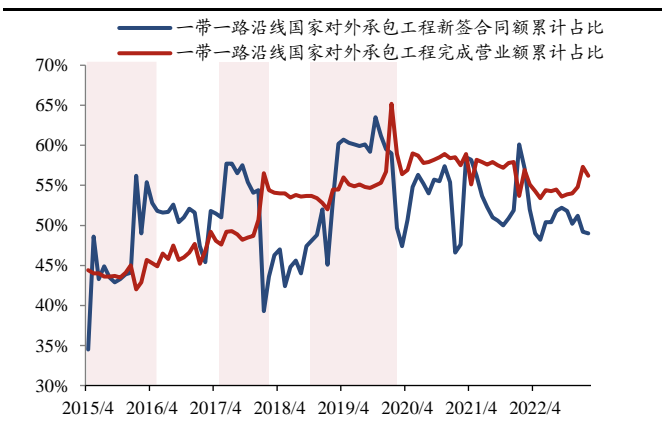
2.4. “一带一路”倡议提出十周年，国际工程加速复苏

“一带一路”倡议提出十周年，重点领域成果显著。“一带一路”倡议于 2013 年提出，旨在依托中国与相关国家既有的双边及多边机制，积极发展与沿线国家的经济合作伙伴关系，在基建、能源、交运、贸易等重点经济领域开展深度合作。二十大提出共建“一

带一路”高质量发展，进一步深化基础设施互联互通建设，开展更大范围、更高水平、更深层次的合作；2023年是共建“带一路”倡议提出十周年，过去10年我国与151个国家、32个国际组织签署200余份共建“带一路”合作文件，与沿线国家进出口年均增长8.6%，双向投资不断迈上新台阶。2023年3月10日，中国、沙特、伊朗于北京发表三方联合声明，达成包括同意恢复双方外交关系、在至多两个月内重开双方使馆和代表机构、强调尊重各国主权、不干涉别国内政等多项共识，是中国在“带一路”沿线推动构建以合作共赢为核心的新型国际关系的重大成果。

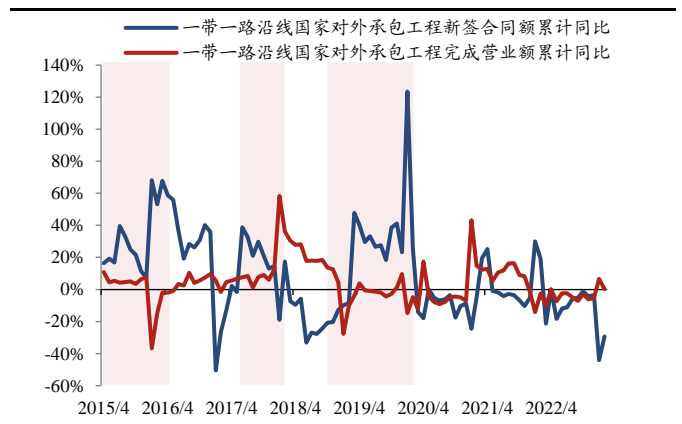
“带一路”政策驱动带动我国与沿线国家基建合作明显增加，建筑央企和国际工程企业有望受益。此前在2015年3月“带一路”顶层规划设计《推动共建丝绸之路经济带和21世纪海上丝绸之路的愿景与行动》出台、2017年5月第一届峰会召开、2018年8月第二届峰会召开后，我国的海外工程项目中与“带一路”沿线国家的合作占比、“带一路”沿线国家的新签合同额规模均出现显著高增，进一步带来完成营业额增速滞后0.5~1年出现高峰，总体来看“带一路”重要事件能够带动我国对沿线国家的投资，并且由于沿线国家多为发展中国家，对基础设施建设投资具有旺盛需求。八大建筑央企和四大国际工程企业承担了我国对外项目合作建设的大部分业务，预计在今年“带一路”峰会召开催化下，我国与沿线国家合作将会迎来又一次高峰，建筑央企和国际工程企业有望充分受益。

图32: “带一路”推动沿线国家工程合作占比提升



数据来源: 商务部, Wind, 东吴证券研究所

图33: “带一路”推动沿线国家工程合作规模提升

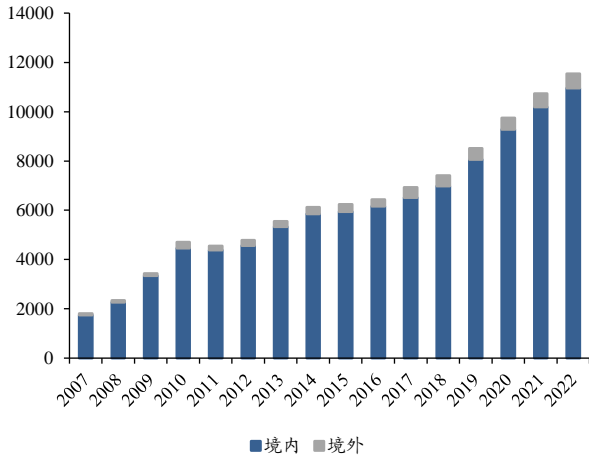


数据来源: 商务部, Wind, 东吴证券研究所

把握“带一路”发展机遇，加快国际化发展步伐。作为中国铁路、桥梁、地下空间开发利用与轨道交通建造方面最先进技术水平的代表，中国中铁充分发挥自身全产业链优势，深度参与“带一路”建设，高质量打造了中老铁路、雅万高铁、匈塞铁路、亚吉铁路等重点工程，加快了“走出去”的步伐。目前公司经营布局主要集中在亚洲地区，其次在非洲和欧洲部分地区有所布局。细分领域主要在铁路、城市轨道交通这两个领域，业务占比约为50%，其次是房建、市政工程。目前在建项目主要还是集中在孟加拉、马来西亚、老挝、印尼、新加坡以及以色列、匈牙利等国家，其中铁路项目占到35%左右，城市轨道交通占到20%，房建占到10%左右。通过推动海外经营体制改革，构建“一体两翼N驱”海外发展新阵型、“大区+国

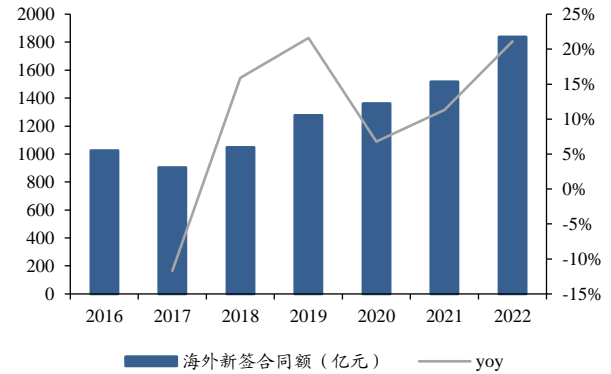
别+项目”海外经营管理新体系，加快了国际化发展步伐。2022年公司境外营收584.36亿元，同比增长6.66%，占营业收入的比重为5.06%。

图34：公司境内外营业收入情况（亿元）



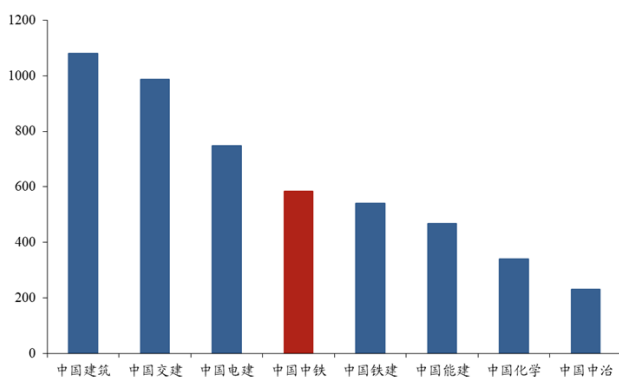
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图35：公司海外新签合同额及变动



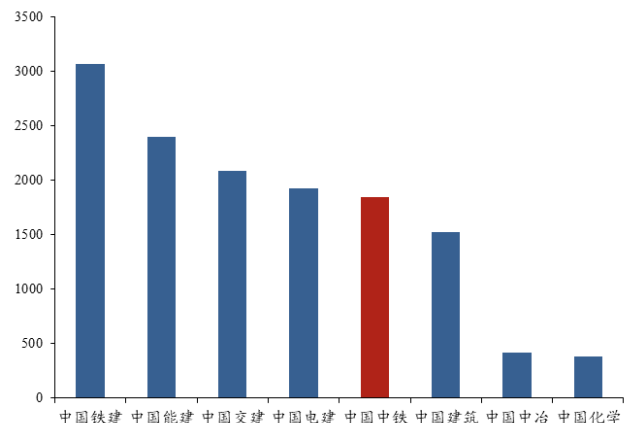
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图36：2022年八大建筑央企境外营收规模对比（亿元）



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图37：2022年八大建筑央企境外新签规模对比（亿元）



数据来源：WIND，东吴证券研究所

3. 房地产开发业务逆势增长，打造特色发展模式

公司房地产业务依托中国中铁产业链一体化优势，加快转型升级，着力提质增效，致力于成为国内特色一流的城市综合开发运营商，打造特色发展模式，重点拓展基础设施与房地产联动项目、片区开发、产业地产、文旅地产、TOD项目和养老养生地产等。

公司特色地产业务包括土地一级开发和房地产二级开发。土地一级开发经营模式是地方政府或其授权的部门及平台公司通过竞争方式委托公司按照规划要求，对一定区域的土地依法实施征收、城市基础设施建设和社会公共设施建设，使区域内的土地达到规

定的供应条件，政府或其授权部门通过有偿出让该土地获取土地出让收入，并按约定支付公司的投资及收益。**二级开发经营模式**是在境内外通过市场竞争的方式获得房地产开发授权，将新建成的商品房进行出售或出租。

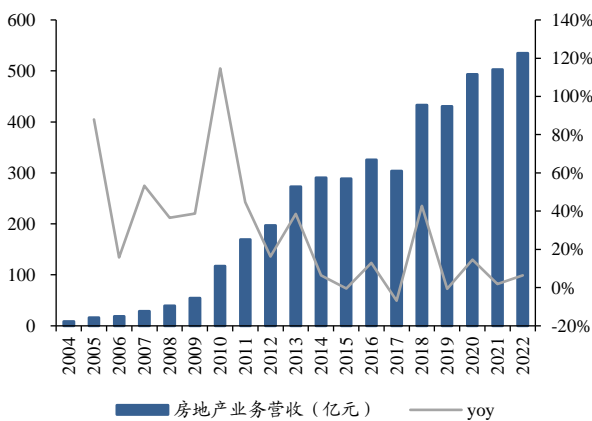
图38：中国中铁房地产开发业务涉猎广泛



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

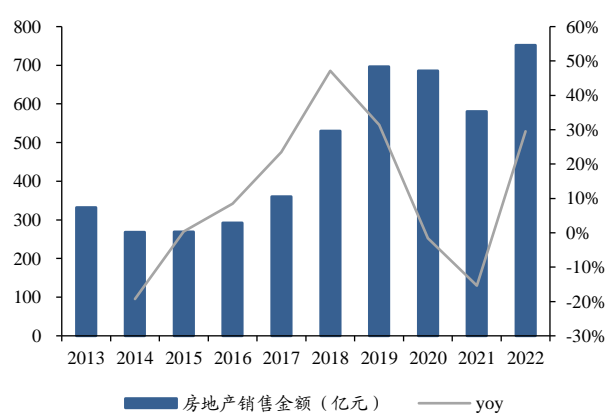
房地产开发业务规模逆势增长，受市场景气和低毛利项目进入结转期影响盈利水平有所下滑。2022年公司密切关注政策及市场形势变化，加快交房进度、去化库存，房地产开发业务实现营业收入534.59亿元，同比增长6.39%；毛利率为17.07%，同比减少5.12个百分点，一方面部分项目受市场下行因素影响，售价偏低；另一方面2022年确认收入的产品结构发生变化，影响盈利水平。2022年公司房地产业务实现新签合同额751.9亿元，同比增长29.6%；新增土地储备面积130.61万平方米。

图39：公司房地产业务营收及增速变动



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图40：公司房地产业务销售金额及增速变动



数据来源：WIND，公司公告，东吴证券研究所

表3: 中国中铁房地产业务分区域的销售情况 (亿元)

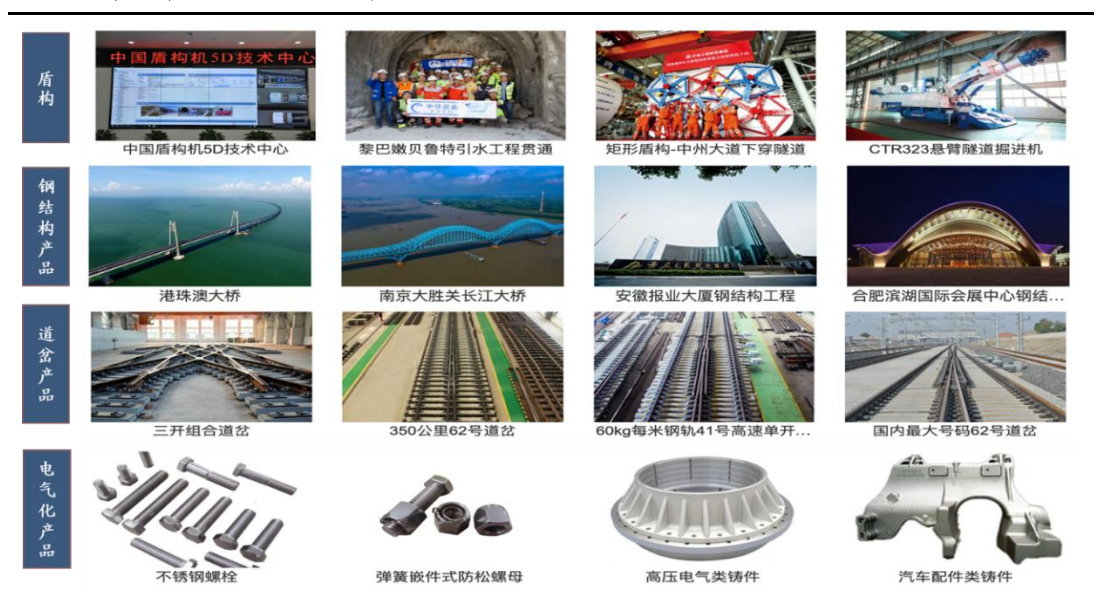
| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|--------|------|------|------|------|------|
| 京津冀区域 | 37 | 58 | 160 | 139 | 116 |
| 长三角区域 | 36 | 27 | 62 | 113 | 63 |
| 珠三角区域 | 9 | 12 | 30 | 19 | 23 |
| 长江中游区域 | 46 | 39 | 49 | 89 | 52 |
| 山东半岛区域 | 65 | 107 | 72 | 72 | 91 |
| 西南区域 | 95 | 146 | 185 | 166 | 133 |
| 其他区域 | 73 | 139 | 139 | 88 | 103 |
| 海外 | 0 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 销售额合计 | 360 | 530 | 697 | 686 | 580 |

数据来源: WIND, 东吴证券研究所

4. 装备制造领域优势突出, 多类产品市占率领先

工程装备领域优势突出, 细分产品市占率较高。公司在铁路、公路、城市轨道交通、地下工程等交通基建相关的高端装备制造领域处于全国乃至世界领先地位, 在科技创新实力、核心技术优势、生产制造水平、品牌知名度等方面竞争力突出。公司是全球销量最大的盾构机/TBM 研发制造商, 是全球最大的道岔和桥梁钢结构制造商、国内最大的铁路专用施工设备制造商、世界领先的基础设施建设服务型装备制造。在国内市场, 公司在技术含量较高的高速道岔 (250 公里时速以上) 市场占有率 64%、普速道岔市场占有率 46%、重载道岔市场占有率 56%、城轨交道岔市场占有率 70%, 大型钢结构桥梁市场的占有率为 60%以上, 高速铁路接触网零部件市场的占有率为 60%以上, 城市轨道交通供电产品市场占有率约 50%。

图41: 中国中铁工业制造主要产品及工程



数据来源: 中国中铁官网, 东吴证券研究所

公司在工程装备与零部件业务板块旗下控股三家上市公司：

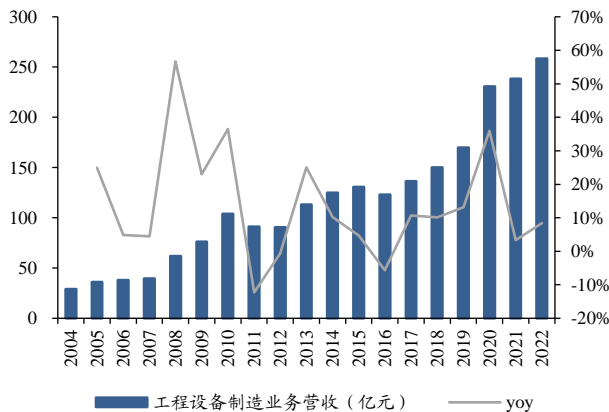
1) **中铁工业**：是我国铁路基建装备领域产品最全 A 股主板唯一主营轨道交通及地下掘进高端装备的工业企业；中铁工业 2022 年营收 288.17 亿元，归母净利润 18.67 亿元。

2) **高铁电气**：是国内电气化接触网零部件及城市轨道交通供电装备重要的研发、生产和系统集成供应商；高铁电气 2022 年营收 14.88 亿元，归母净利润 1.42 亿元。

3) **中铁装配**：是国内房屋装配式建筑部品部件行业中产品结构丰富并具备装配式建筑集成服务能力的供应商，可提供装配式建筑全套解决方案。中铁装配 2022 年营收 6.35 亿元，归母净利润-2.6 亿。

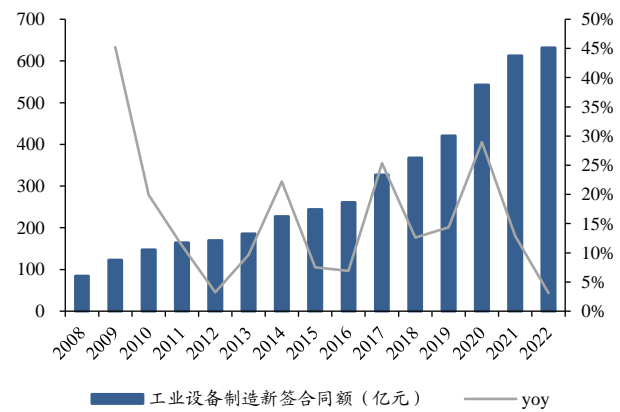
作为工程建造高端装备制造龙头企业，公司研发制造的隧道掘进机、隧道机械化专用设备、工程施工机械、道岔、钢桥梁等产品市场需求充盈稳定。2022 年，公司工程设备与零部件制造业务新签合同额 631.9 亿元，同比增长 3.1%，其中，国内新签完成 623.8 亿元，海外新签完成 8.1 亿元。截至 2022 年末，公司工程设备与零部件制造业务未完合同额 1,306.3 亿元，同比增长 33.8%。

图42：公司工程设备制造营收及变动



数据来源：WIND，公司公告，东吴证券研究所

图43：工程设备制造业务新签合同额变动



数据来源：WIND，公司公告，东吴证券研究所

5. 矿产资源储备丰富，稳增长政策发力有色金属需求有望增加

稳步实施有限相关多元化战略，其他业务多点开花。公司其他业务主要包括基础设施运营、矿产资源开发、物资贸易和金融服务业务。2022 年公司其他业务板块实现营收 729.12 亿元，同比增长 25.38%；毛利率为 17.95%，同比减少 0.36 个百分点。其中：① 矿产资源业务实现收入 75.04 亿元，同比增长 25.98%；毛利率为 55.64%，同比增加 0.52 个百分点。② 物资贸易业务实现收入 362.1 亿元，同比增长 26.37%；毛利率为 3.30%，同比增加 0.39 个百分点。③ 金融业务实现收入 28.57 亿元，同比增长 0.11%。④ 基础设施运营业务实现收入 23.18 亿元，同比增长 43.31%。

表4: 中国中铁其他业务明细 (亿元)

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|
| 矿产资源业务 | 40.85 | 48.95 | 54.63 | 39.46 | 59.57 | 75.04 |
| yoy | | 19.83% | 11.60% | -27.77% | 50.96% | 25.97% |
| 毛利率(%) | 44.91% | 48.66% | 47.36% | 38.21% | 55.12% | 55.64% |
| 物资贸易业务 | 169.32 | 176.77 | 161.92 | 182.91 | 286.55 | 362.1 |
| yoy | | 4.40% | -8.40% | 12.96% | 56.66% | 26.37% |
| 毛利率(%) | 8.90% | 8.35% | 6.03% | 5.62% | 2.91% | 3.30% |
| 金融业务 | 34.22 | 27.22 | 24.44 | 33.44 | 28.54 | 28.57 |
| yoy | | -20.46% | -10.21% | 36.82% | -14.65% | 0.11% |
| 毛利率(%) | 85.36% | 88.58% | 80.22% | 75.87% | 89.81% | 91.33% |
| 基础设施运营 | 26.12 | 28.86 | 29.91 | 7.33 | 16.17 | 23.18 |
| yoy | | 10.49% | 3.64% | -75.49% | 120.60% | 43.35% |
| 毛利率(%) | 52.19% | 50.26% | 47.71% | 13.34% | 11.77% | — |

数据来源: WIND, 东吴证券研究所

中国中铁于 2007 年成立全资子公司中铁资源集团有限公司, 确立了以地质勘探为基础, 以能源、有色金属和贵金属等矿产资源开发为重点, 以地勘、矿山开发、商贸物流产业经营为主要实现路径, 形成中国中铁矿产资源板块。中铁资源通过投资收购、“项目换资源”等方式取得多处优质矿产资源, 目前公司铜、钴、钼、铅+锌、银等资源控制储量在国内同行业位居前列。2022 年矿产资源业务收入 75.04 亿元, 同比增长 25.97%。

公司矿产资源业务以矿山实体经营开发为主, 目前在境内外全资、控股或参股投资建成 5 座现代化矿山, 分别为黑龙江鹿鸣钼矿, 刚果(金)绿纱铜钴矿、MKM 铜钴矿、华刚 SICOMINE 铜钴矿以及蒙古乌兰铅锌矿, 均生产运营状况良好。

图44: 中国中铁旗下五座现代化矿山



MKM矿业



华刚矿业



绿纱矿业



鹿鸣矿业



乌兰铅锌矿

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

以铜为主的矿产资源产量规模快速增长。2022年，公司矿产资源的开发、销售总体保持稳定。其中，铜金属产量30.29万吨，同比增长25%；钴金属产量0.52万吨，同比增长60%；钼金属产量1.50万吨，同比持平；铅金属产量0.95万吨，同比减少13%；锌金属产量2.36万吨，同比增长10%；银金属产量44.7吨，同比增长16%。

表5：中铁资源矿产资源项目情况表

| 序号 | 项目名称 | 矿产资源 | | | 权益比 (%) | 项目计划总投资 (亿元) | 项目开累已完成投资额 (亿元) | 报告期产品产量 (万吨) | 项目进展情况 |
|----|--------------------|------|-----------|--------------|---------|--------------|-----------------|--------------|--------|
| | | 品种 | 品位 | 保有资源/储量 (万吨) | | | | | |
| 1 | 黑龙江伊春鹿鸣钼矿 | 钼 | 0.09% | 64.18 | 83% | 60.17 | 60.26 | 1.5 | 正常生产 |
| | | 铜 | / | / | | | | 0.1 | |
| 2 | 华刚公司 SICOMINES 铜钴矿 | 铜 | 3.13% | 722.07 | 41.72% | 45.86 | 30.92 | 25.26 | 正常生产 |
| | | 钴 | 0.25% | 57.21 | | | | 0.32 | |
| 3 | 绿纱公司铜钴矿 | 铜 | 2.24% | 47 | 72% | 21.38 | 21.6 | 3.17 | 正常生产 |
| | | 钴 | 0.06% | 1.35 | | | | 0.11 | |
| 4 | MKM 公司铜钴矿 | 铜 | 2.08% | 3.1 | 80.20% | 11.95 | 12.35 | 1.76 | 正常生产 |
| | | 钴 | 0.21% | 0.32 | | | | 0.09 | |
| 5 | 新鑫公司乌兰铅锌矿 | 铅 | 1.15% | 17.94 | 100% | 15.4 | 15.4 | 0.95 | 正常生产 |
| | | 锌 | 2.81% | 44.03 | | | | 2.36 | |
| | | 银 | 54.62g/t | 0.09 | | | | 0.005 | |
| 6 | 新鑫公司木哈尔铅锌矿 | 铅 | 0.63% | 4.11 | 100% | | | | 未开发 |
| | | 锌 | 2.37% | 15.47 | | | | | |
| | | 银 | 118.17g/t | 0.08 | | | | | |
| 7 | 新鑫公司乌日勒敖包及张盖陶勒盖金矿 | 金 | 3g/t | 0.0003 | 100% | | | | 未开发 |
| 8 | 祥隆公司查夫银铅锌多金属矿 | 铅 | 7.00% | 8.97 | 100% | 3.3 | | | 停产 |
| | | 锌 | 5.09% | 6.52 | | | | | |
| | | 银 | 200.51g/t | 0.03 | | | | | |

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

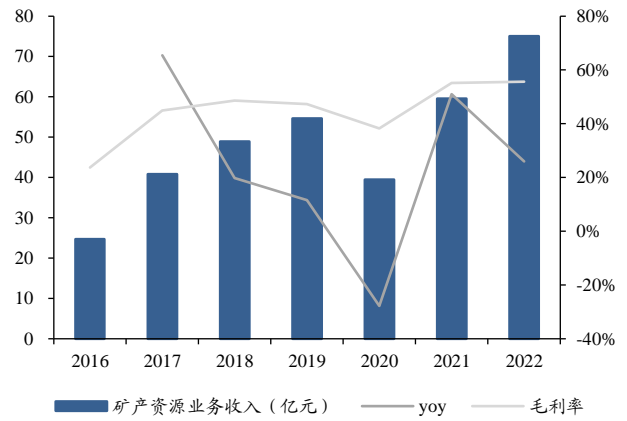
系列稳增长政策发力为有色金属价格提供稳定支撑。2022年公司资源板块主要产品铜、钼价格大幅上涨，驱动板块业绩大增，公司矿产资源业务的毛利率从2020年的38.21%大幅提升至2022年的55.64%。随着国内经济恢复，扩大内需、稳定房地产等系列稳增长政策发力，新旧消费动能转换，新领域的高速发展加大对铜、钴、钼、锂等有色金属需求，为有色金属价格提供稳定支撑。

图45: 铜钼现货价格变动情况 (元/吨)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

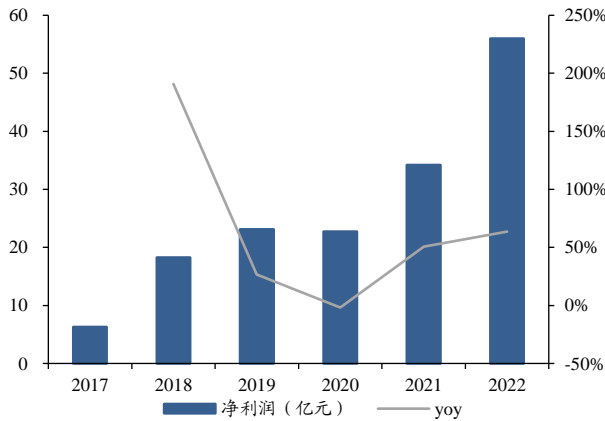
图46: 公司矿产资源业务营收及毛利率变动



数据来源: WIND, 公司公告, 东吴证券研究所

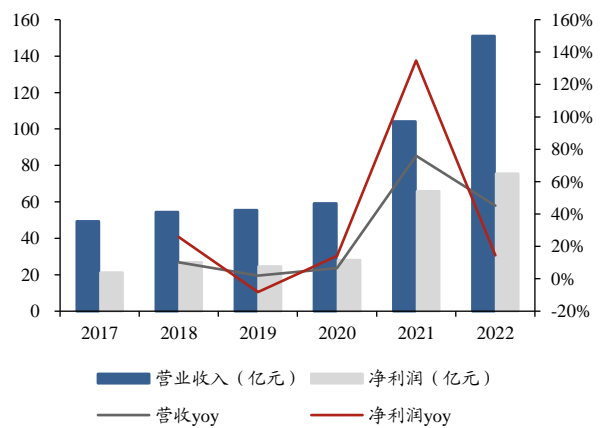
资源板块业绩放量。子公司中铁资源 2020-2022 年净利润规模持续增长, 2022 年中铁资源实现净利润 56.01 亿元, 同比增长 63.68%。华刚矿业股份有限公司是中国中铁旗下的联营公司。其中, 中国中铁持股 41.72%, 中国电建持股 25.28%, 浙江华友持股 1%, 刚果(金)矿业总公司持股 20%, 刚果(金)不动产有限责任公司持股 12%。项目总投资 66.64 亿美元, 其中矿业项目投资 36.64 亿美元, 基建项目投资 30 亿美元。华刚铜钴矿项目位于刚果(金)卢阿拉巴省科卢韦齐市, 矿区面积约 11.05 平方公里, 矿石储量约 2.5 亿吨, 铜矿石品位 3.47%, 钴矿石品位 0.215%, 探明金属资源储量含铜 868 万吨、含钴 54 万吨。2022 年华刚矿业实现营收 151.03 亿元, 净利润 75.42 亿元。

图47: 中铁资源净利润及变动



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图48: 华刚矿业营收及净利润变动情况



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

6. 盈利预测和投资建议

- **基建建设:** 中铁在铁路、公路等基础设施工程建设方面行业领先, 铁路及公路收入规模稳健增长, 近年来毛利率水平逐步提升, 我们预计公司 2023-2025 年

基建建设收入分别同比 +10.29%/+8.02%/+7.61%，毛利率分别为 8.46%/8.44%/8.44%。

- **房地产开发:** 公司房地产业务依托中国中铁产业链一体化优势, 加快转型升级, 着力提质增效, 致力于成为国内特色一流的城市综合开发运营商。随着房地产市场逐步修复, 我们预计公司 2023-2025 年房地产开发业务营收分别同比 +5%/+4%/+4%, 毛利率分别为 18.50%/19.00%/19.20%。
- **工程设备与零部件制造:** 公司在铁路、公路、城市轨道交通、地下工程等交通基建相关的高端装备制造领域处于全国乃至世界领先地位, 近年来工程设备与零部件制造板块稳步发展, 我们预计公司 2023-2025 年工程设备与零部件制造业务收入分别同比变动 +12%/+10%/+10%, 毛利率分别为 20.85%/20.90%/20.90%。
- **勘察设计与咨询服务:** 公司勘察设计与咨询业务涵盖研究、规划、咨询、造价、勘察、设计、监理、工程总承包、产品产业化等基本建设全过程服务, 业务发展稳健, 我们预计公司 2023-2025 年勘察设计与咨询服务业务收入分别同比 +10%/+8%/+7%, 毛利率分别为 28.30%/28.30%/28.30%。
- **其他业务:** 公司稳步实施有限相关多元化战略, 矿产资源、物资贸易、金融服务、基础设施运营等业务快速发展, 未来有望为公司贡献较多业绩增量。我们预计公司 2023-2025 年其他业务收入分别同比 +25%/+20%/+18%, 毛利率分别为 18.00%/18.10%/18.15%。

根据公司目前在手订单及行业情况, 我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 12814/13933/15093 亿元, 分别同比 +11.01%/+8.74%/+8.32%。其中基建建设业务营业收入分别为 10847/11717/12608 亿元; 房地产开发业务营业收入分别为 561/584/607 亿元; 工程设备与零部件制造业务营业收入分别为 289/318/350 亿元; 勘察设计与咨询服务业务营业收入分别为 205/221/237 亿元, 我们预计公司毛利率、期间费用率维持稳定水平, 2023-2025 年归母净利润分别为 353.78/401.18/451.11 亿元, 分别同比 +13.12%/+13.40%/+12.45%。

表6: 公司分业务收入及成本预测表

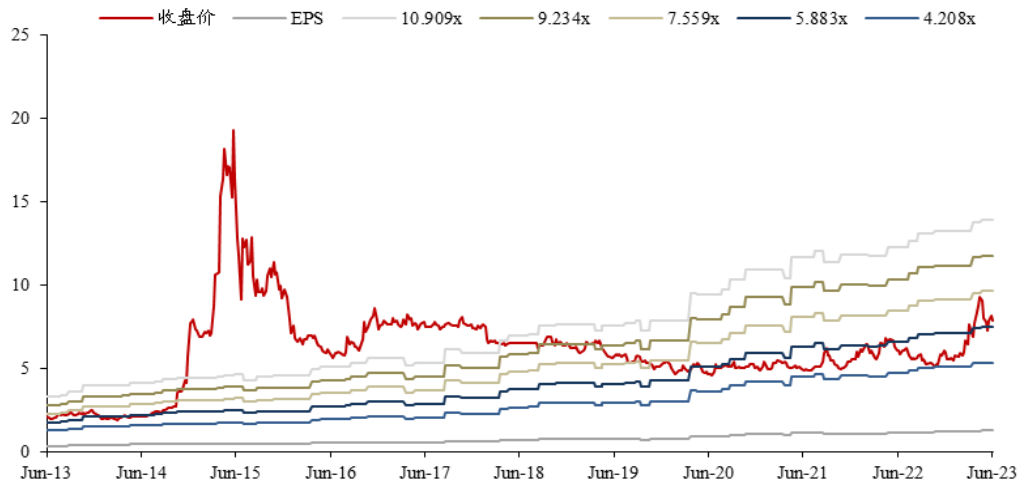
| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 基建建设 | | | | | |
| 收入 (亿元) | 9234 | 9835 | 10847 | 11717 | 12608 |
| yoy | 9.40% | 6.51% | 10.29% | 8.02% | 7.61% |
| 成本 (亿元) | 8458 | 9008 | 9930 | 10728 | 11544 |
| 毛利率(%) | 8.41 | 8.42 | 8.46 | 8.44 | 8.44 |
| 房地产开发 | | | | | |
| 收入 (亿元) | 502 | 535 | 561 | 584 | 607 |
| yoy | 1.92% | 6.39% | 5.00% | 4.00% | 4.00% |

| | | | | | |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 成本(亿元) | 391 | 443 | 457 | 473 | 491 |
| 毛利率(%) | 22.19 | 17.07 | 18.50 | 19.00 | 19.20 |
| 工程设备和零部件制造 | | | | | |
| 收入(亿元) | 238 | 258 | 289 | 318 | 350 |
| yoy | 3.28% | 8.42% | 12.00% | 10.00% | 10.00% |
| 成本(亿元) | 187 | 205 | 229 | 252 | 277 |
| 毛利率(%) | 21.61 | 20.56 | 20.85 | 20.90 | 20.90 |
| 勘察设计与咨询服务 | | | | | |
| 收入(亿元) | 176 | 186 | 205 | 221 | 237 |
| yoy | 8.75% | 5.75% | 10.00% | 8.00% | 7.00% |
| 成本(亿元) | 126 | 133 | 147 | 159 | 170 |
| 毛利率(%) | 28.31 | 28.30 | 28.30 | 28.30 | 28.30 |
| 其他 | | | | | |
| 收入(亿元) | 582 | 729 | 911 | 1094 | 1291 |
| yoy | 76.44% | 25.38% | 25.00% | 20.00% | 18.00% |
| 成本(亿元) | 475 | 598 | 747 | 896 | 1056 |
| 毛利率(%) | 18.31 | 17.95 | 18.00 | 18.10 | 18.15 |
| 合计 | | | | | |
| 收入(亿元) | 10733 | 11544 | 12814 | 13933 | 15093 |
| yoy | 10.11% | 7.55% | 11.01% | 8.74% | 8.32% |
| 成本(亿元) | 9634 | 10385 | 11510 | 12507 | 13538 |
| 毛利率(%) | 10.00 | 9.81 | 9.98 | 10.06 | 10.13 |

数据来源: WIND, 东吴证券研究所

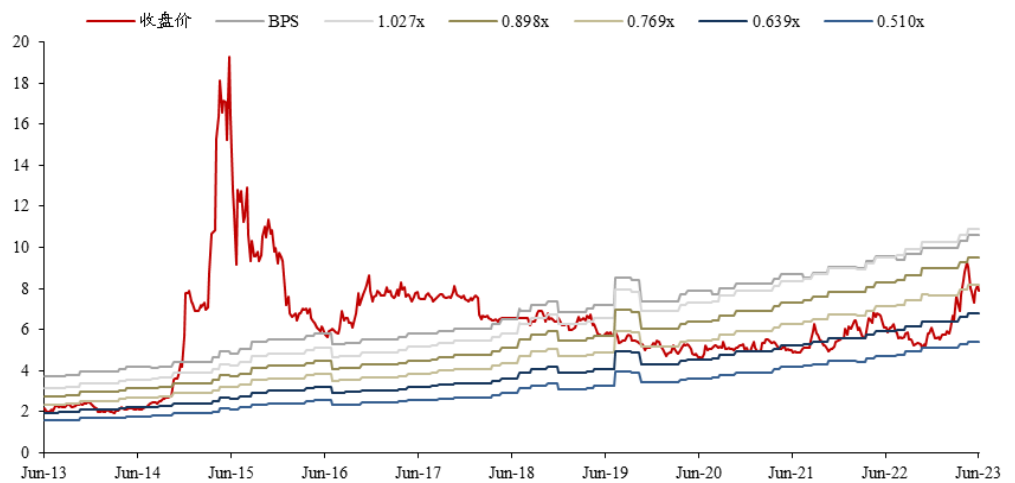
当前公司估值水平处于历史中枢偏下位置, 6月16日收盘价对应的PB-LF为0.742倍, 对应PE-TTM为6.179倍, 处于历史区间25%-50%分位之间。证监会提出探索建立具有中国特色的估值体系, 上交所明确新一轮央企综合服务相关安排, 有望推动央企估值回归; 当前稳增长主线清晰, 基建链条景气维持高位, 房建及房地产开发景气筑底复苏, “一带一路”相关政治、经济政策落地将提振建筑公司海外业务成长预期, 国企改革加速推进, 看好公司估值持续修复机会。

图49: 中国中铁 PE-Band (截至 2023 年 6 月 16 日)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图50: 中国中铁 PB-Band (截至 2023 年 6 月 16 日)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

我们选取八大央企中的其余七家作为可比公司, 公司 6 月 16 日市盈率 (TTM) 低于可比公司平均水平。中国中铁是集勘察设计、施工安装、工业制造、房地产开发、资源矿产、金融投资和其他业务于一体的特大型企业集团, 且近年来基建业务端持续发力; 基建链条景气维持高位、房建及房地产开发景气筑底复苏、国企改革持续推进, 有助于公司经营和财务指标持续优化, 且公司作为全球规模领先的工程承包商, 将充分受益于“一带一路”倡议提出十周年的发展机遇, 估值水平有望进一步提升。公司 6 月 16 日收盘价对应 2023-2025 年 PE 分别为 5.5X/4.9X/4.3X, 首次覆盖给予“买入”评级。

表7: 可比公司盈利预测与估值 (截至 2023 年 6 月 16 日)

| 股票简称 | 股票代码 | 总市值 (亿元) | 市净率 (LF) | 市盈率 (TTM) | 归母净利润 (亿元) | | | | 市盈率 | | | |
|------|-----------|-------------|-------------|--------------|------------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|
| | | | | | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 中国铁建 | 601186.SH | 1,415 | 0.6 | 5.3 | 266.4 | 293.2 | 331.9 | 366.1 | 5.3 | 4.8 | 4.3 | 3.9 |
| 中国建筑 | 601668.SH | 2,566 | 0.7 | 4.9 | 509.5 | 572.1 | 614.3 | 663.4 | 5.0 | 4.5 | 4.2 | 3.9 |
| 中国交建 | 601800.SH | 1,813 | 0.72 | 9.3 | 191.0 | 214.8 | 235.6 | 259.4 | 10.3 | 9.2 | 8.3 | 7.6 |
| 中国中冶 | 601618.SH | 850 | 0.9 | 7.8 | 102.7 | 119.0 | 139.0 | 157.7 | 8.3 | 7.1 | 6.1 | 5.4 |
| 中国电建 | 601669.SH | 1,009 | 0.8 | 8.6 | 114.4 | 137.6 | 155.2 | 176.9 | 8.8 | 7.3 | 6.5 | 5.7 |
| 中国能建 | 601868.SH | 988 | 1.1 | 12.4 | 78.1 | 90.9 | 106.5 | 123.4 | 12.7 | 10.9 | 9.3 | 8.0 |
| 中国化学 | 601117.SH | 509 | 1.0 | 9.2 | 54.2 | 65.3 | 77.1 | 88.8 | 9.4 | 7.8 | 6.6 | 5.7 |
| 平均值 | | | 0.8 | 8.2 | | | | | 8.5 | 7.4 | 6.5 | 5.7 |
| 中国中铁 | | 1,950 | 0.7 | 6.2 | 312.8 | 353.8 | 401.2 | 451.1 | 6.2 | 5.5 | 4.9 | 4.3 |

数据来源: 公司公告, Wind, 东吴证券研究所

备注: 中国交建、中国建筑、中国电建、中国铁建盈利预测来自东吴证券研究所, 其余公司盈利预测来自 Wind 一致预期

7. 风险提示

基建投资增速不及预期的风险

公司业务以基础设施建设为主, 若国家基建投资规模不及预期, 可能会导致公司的项目数量、项目进度等受到不同程度影响, 进而会影响到公司收入和业绩, 导致公司业绩增长不及预期。

“一带一路”提振海外业务不及预期

公司是国内最大的境外工程 EPC 总承包商之一, 若“一带一路”提振海外业务不及预期, 可能将影响公司海外收入规模。

国企改革推进不及预期

此轮国企改革提出“一利五率”和“一增一稳四提升”, 有助于激励公司经营指标进一步优化, 若国企改革推进节奏不及预期, 可能将影响公司经营与财务指标改善的推进节奏。

新业务拓展不及预期

公司积极拓展第二曲线业务, 为公司贡献较多业绩增量。若公司未来在新业务领域无法持续提升竞争力, 可能会导致未来新业务新签订单增长不及预期, 影响公司未来收入增长动力。

中国中铁三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产 | 898,566 | 841,392 | 804,871 | 866,354 | 营业总收入 | 1,154,358 | 1,281,396 | 1,393,345 | 1,509,264 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 248,761 | 134,371 | 61,841 | 46,041 | 营业成本(含金融类) | 1,038,792 | 1,151,025 | 1,250,677 | 1,353,771 |
| 经营性应收款项 | 173,662 | 182,743 | 191,767 | 222,790 | 税金及附加 | 6,579 | 7,287 | 7,924 | 8,584 |
| 存货 | 207,871 | 235,845 | 245,398 | 272,753 | 销售费用 | 6,328 | 7,415 | 7,577 | 8,132 |
| 合同资产 | 169,735 | 185,367 | 201,578 | 218,364 | 管理费用 | 25,061 | 27,613 | 29,750 | 32,152 |
| 其他流动资产 | 98,537 | 103,065 | 104,286 | 106,407 | 研发费用 | 27,742 | 30,298 | 32,531 | 34,788 |
| 非流动资产 | 714,600 | 764,473 | 810,766 | 853,926 | 财务费用 | 3,183 | 5,865 | 6,529 | 7,120 |
| 长期股权投资 | 109,881 | 119,881 | 130,881 | 142,881 | 加:其他收益 | 1,393 | 1,534 | 1,668 | 1,807 |
| 固定资产及使用权资产 | 68,560 | 72,124 | 74,680 | 75,807 | 投资净收益 | 1,164 | 1,278 | 1,668 | 1,807 |
| 在建工程 | 50,705 | 41,135 | 38,821 | 32,239 | 公允价值变动 | -563 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 170,075 | 208,375 | 241,375 | 271,175 | 减值损失 | -6,128 | -6,520 | -7,380 | -7,750 |
| 商誉 | 1,771 | 2,001 | 2,251 | 2,516 | 资产处置收益 | 510 | 511 | 556 | 753 |
| 长期待摊费用 | 1,157 | 1,157 | 1,157 | 1,157 | 营业利润 | 43,049 | 48,697 | 54,871 | 61,335 |
| 其他非流动资产 | 312,450 | 319,800 | 321,600 | 328,150 | 营业外净收支 | -465 | -546 | -609 | -679 |
| 资产总计 | 1,613,166 | 1,605,865 | 1,615,638 | 1,720,280 | 利润总额 | 42,583 | 48,151 | 54,261 | 60,656 |
| 流动负债 | 873,373 | 881,788 | 896,985 | 971,780 | 减:所得税 | 7,611 | 8,667 | 9,686 | 10,809 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 109,472 | 89,472 | 92,472 | 94,472 | 净利润 | 34,972 | 39,484 | 44,576 | 49,847 |
| 经营性应付款项 | 481,460 | 479,172 | 472,461 | 529,053 | 减:少数股东损益 | 3,696 | 4,106 | 4,458 | 4,735 |
| 合同负债 | 136,937 | 151,900 | 160,050 | 165,124 | 归属母公司净利润 | 31,276 | 35,378 | 40,118 | 45,111 |
| 其他流动负债 | 145,503 | 161,244 | 172,001 | 183,131 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 1.26 | 1.43 | 1.62 | 1.82 |
| 非流动负债 | 316,734 | 261,534 | 211,534 | 191,534 | EBIT | 46,371 | 62,312 | 69,835 | 77,144 |
| 长期借款 | 240,378 | 190,378 | 170,378 | 150,378 | EBITDA | 57,869 | 72,569 | 80,691 | 88,500 |
| 应付债券 | 39,373 | 34,373 | 4,373 | 4,373 | 毛利率(%) | 9.81 | 9.98 | 10.06 | 10.13 |
| 租赁负债 | 1,139 | 939 | 939 | 939 | 归母净利率(%) | 2.72 | 2.77 | 2.89 | 3.00 |
| 其他非流动负债 | 35,844 | 35,844 | 35,844 | 35,844 | 收入增长率(%) | 7.56 | 11.01 | 8.74 | 8.32 |
| 负债合计 | 1,190,107 | 1,143,322 | 1,108,519 | 1,163,315 | 归母净利润增长率(%) | 13.25 | 13.12 | 13.40 | 12.45 |
| 归属母公司股东权益 | 301,230 | 336,608 | 376,726 | 421,838 | | | | | |
| 少数股东权益 | 121,828 | 125,935 | 130,392 | 135,128 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 423,059 | 462,543 | 507,118 | 556,965 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 1,613,166 | 1,605,865 | 1,615,638 | 1,720,280 | | | | | |

| 现金流量表 (百万元) | | | | | 重要财务与估值指标 | | | | |
|-------------|---------|----------|---------|---------|----------------|--------|--------|--------|--------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 经营活动现金流 | 43,552 | 38,412 | 45,481 | 68,311 | 每股净资产(元) | 10.33 | 11.76 | 13.38 | 15.20 |
| 投资活动现金流 | -84,388 | -58,586 | -55,635 | -52,684 | 最新发行在外股份(百万股) | 24,752 | 24,752 | 24,752 | 24,752 |
| 筹资活动现金流 | 96,365 | -94,215 | -62,375 | -31,428 | ROIC(%) | 5.19 | 6.42 | 7.39 | 8.01 |
| 现金净增加额 | 56,872 | -114,390 | -72,530 | -15,800 | ROE-摊薄(%) | 10.38 | 10.51 | 10.65 | 10.69 |
| 折旧和摊销 | 11,498 | 10,257 | 10,857 | 11,356 | 资产负债率(%) | 73.77 | 71.20 | 68.61 | 67.62 |
| 资本开支 | -59,744 | -39,564 | -41,503 | -32,791 | P/E(现价&最新股本摊薄) | 6.24 | 5.51 | 4.86 | 4.32 |
| 营运资本变动 | -10,444 | -35,621 | -31,092 | -12,188 | P/B(现价) | 0.76 | 0.67 | 0.59 | 0.52 |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>