

中国建筑 VS 中国中铁

2021 年 5 月跟踪，建筑施工产业链深度梳理

今天，我们对建筑施工产业近期报告情况，做一些跟踪。

2021 年 4 月 17 日，**中国建筑**发布 2020 年年度报告——实现营业收入 16150.23 亿元，同比增加 13.7%；归母净利润 449.44 亿元，同比增加 7.3%。

2021 年一季度，实现收入 4047 亿元，同比增长 53.4%；归母净利润 110.1 亿元，同比增长 45.5%，较 2019 年一季度增长 24%。

其中，房建、基建业务增速均较高，业绩超预期。新签订项目金额 8327 亿元，同比大增 33.6%，较 2019Q1 增长 27.5%，其中房建、基建订单均保持高增长。

2021 年 3 月 31 日，**中国中铁**发布 2020 年年度报告——2020 年，收入 9747.5 亿元，增速 14.6%，归母净利润 251.9 亿元，增速 6.4%，符合预期。扣非归母净利润同比增长 22.0%，超出市场预期。

2021 年一季度，实现营业收入 2370.4 亿元，同比增长 50.9%，较 2019Q1 同比增长 47.9%，实现归母净利润 64.9 亿元，同比+80.9%，较 2019Q1 同比增长 68.7%，主要是基建订单加速落地，业绩超预期。

新签合同额 3292.3 亿元，同比下滑 2.5%。主要是基建业务中公路业务订单下滑（上年同期承接了公路大单，导致高基数）。

从 Wind 机构一致预期收入来看：

中国建筑——2021-2023 年，机构一致营业收入大约为 17908.9 亿元、19857.48 亿元、22022.26 亿元，同比增速分别为 10.8%、10.88%、10.9%。

中国中铁——2021-2022 年，机构一致预测收入规模大约为 10898.25 亿元、12087.67 亿元、13263.83 亿元，同比增速分别为 11.8%、10.9%、9.73%。

看到这里，有几个值得我们思考的问题：

1) 这个行业，近期的数据变化有什么异同点，背后是怎样的经营逻辑？

2) 从关键经营数据看，什么样的业务布局，更有长期竞争优势？

(壹)

首先，我们先从收入体量和业务结构对两家公司，有一个大致了解。

以 2020 年收入为例，中国建筑(16150.23 亿元) > 中国中铁(9747.5 亿元)

从收入构成看：

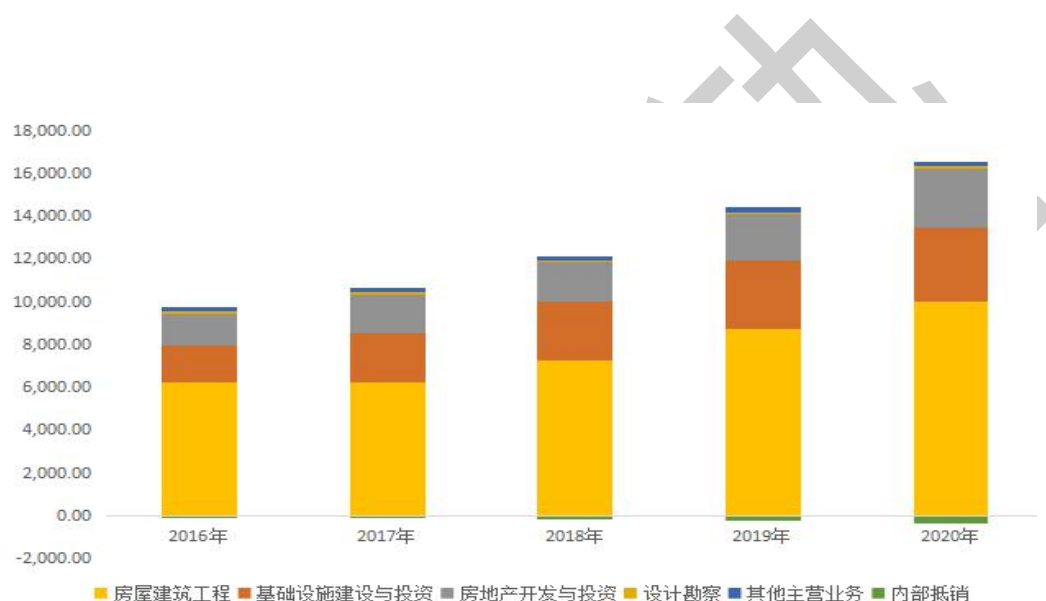
中国建筑——收入主要来自房建业务，占比达 61.99%，基建、地产和勘察设计营收占比分别为 21.57%、16.80%、0.66%。

其房地产开发业务，主要通过中海地产、中海宏洋、中建地产三个子公司运营，中海地产为主要地产开发平台，业务覆盖一二线城市。

从市场结构来看，境内业务收入占比为 94.45%；境外业务占比 5.55%。

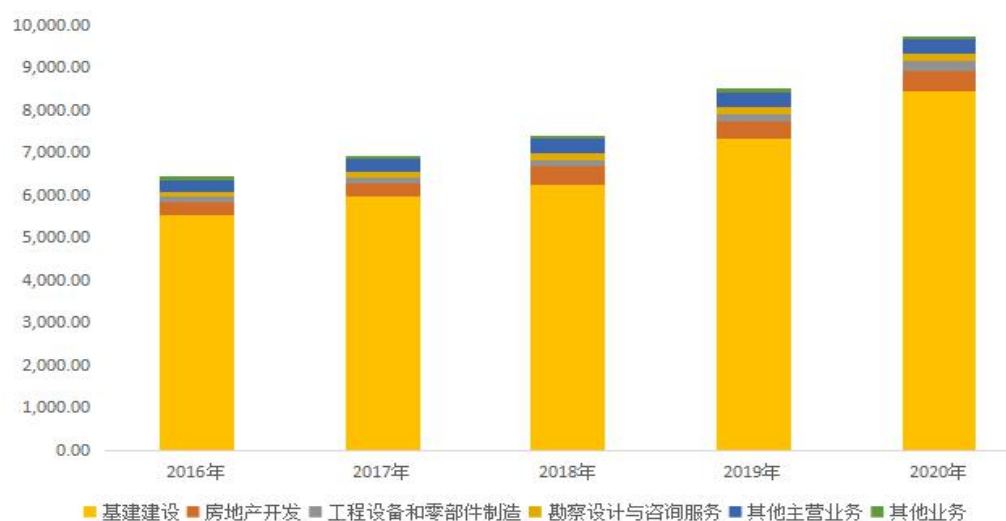
中国中铁——基础设施建设（铁路、公路、市政）收入占比 86%，其次是房地产开发（5%）、工程设备和零部件（2%）、勘察设计与咨询（1.7%）等。

分地区看，2020 年境内收入占比 95%，境外收入占比 5%。



图：中国建筑收入结构（单位：亿元）

来源：塔坚研究



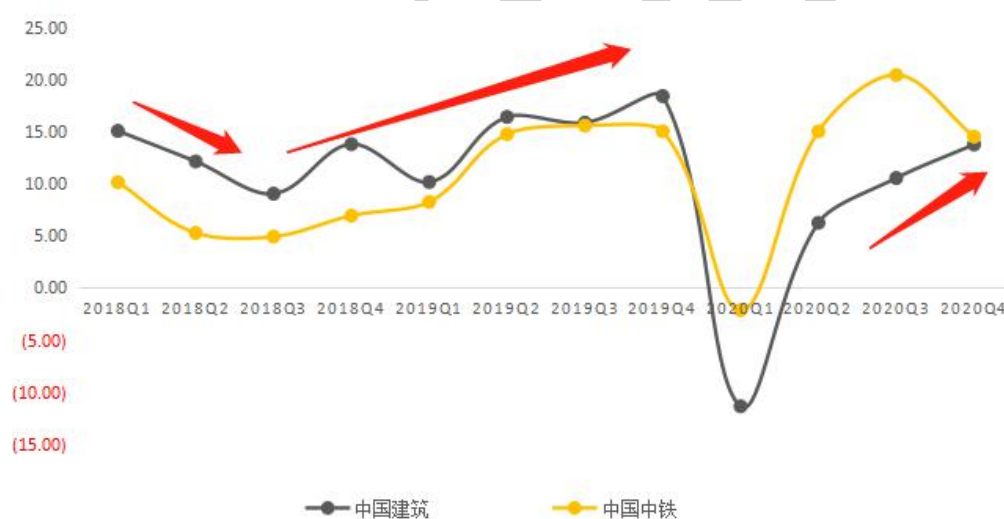
图：中国中铁收入结构（单位：亿元）

来源：塔坚研究

(贰)

接下来，我们将近 10 个季度的收入和利润增长情况放在一起，来感知增长趋势：

1) 收入增长



图：季度收入增速（单位：%）

来源：塔坚研究

从近 10 个季度收入增速对比来看，两者走势基本一致。其中，2020 年，中国中铁反超中国建筑，主要是中国建筑 2019 年房建业务基数较高（订单增长，集中度提升）。

2018 年二、三季度，二者收入增速放缓，主要与融资环境收紧，尤其是资管新规正式执行，限制了地方融资平台非标融资渠道，导致地方基建项目推进放缓。

2018 年四季度，中国建筑增速明显提升，主要是房建业务带动，受益于国内新开工房屋建设加速。中国中铁地产业务加快去化速度，收入增速也开始回升。

2019 年之后，逆周期政策持续加码，包括专项债转用资本金、下调部分基建项目资本金比例、提前批复万亿专项债额度等系列政策，改善基建市场资金面，两家公司持续提升。

2020Q1，受卫生事件干扰，增速大幅下滑。随着专项债大幅扩容（同比增长 60%以上），其中投向基建的比例约 50%，二季度后，增速明显回升。

综上，可以看到，建筑龙头的增长主要受基建、地产投资的政策影响，尤其是资金面。

2) 归母净利润增长



图：归母净利润增速 （单位：%）

来源：塔坚研究

二者利润波动趋势基本与收入一致，但利润增幅与收入有所不同，中国中铁的归母净利润增速高于中国建筑，主要是中国建筑的少数股东持股的中海地产（少数股东持股 44%）、中国建筑国际（持股 35%）盈利能力较强，摊薄归母净利润。

分开来看：

中国建筑——2018 年利润增速放缓，主要是随着业务规模、融资规模扩大，管理费用和财务费用占比上升所致。2018 年四季度，利润增速上升，主要是权益法核算下的长期股权投资，确认的投资收益增加。

中国中铁——2018 年利润放缓，主要源于期间费用占比提升 0.72pct，营销力度增强、职工薪酬增长带动销售费用、管理费用上升，资产证券化业务量提升、有息负债增加，导致财务费用增长 0.37pct。

此外，2018 年四季度，由于债转股注入 115.97 亿元，少数股东损益增加，稀释了母公司利润，归母净利润增速下降。

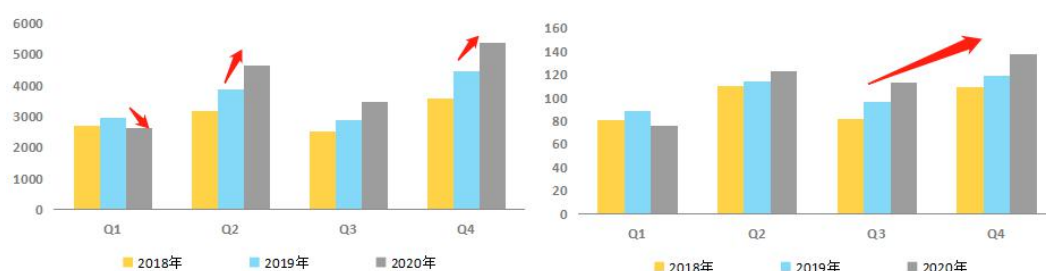
2019 年四季度，其归母净利润增速大幅提升，主要是 12 月，其向招商公路、工银投资转让全资子公司**中铁高速** 51%股权及 33.2 亿元债权，资产处置获得投资收益 49.6 亿元，占 2019 年归母净利比例为 16.2%。

(叁)

对增长态势有感知后，我们接着再将两家公司的收入和利润情况拆开，看近期财报数据。

中国建筑——2020 年，实现营业收入 16150.23 亿元，同比增长 13.75%，归母净利润 449 亿元，同比增长 7.3%。归母净利润增速低于收入增速，主要是其替换永续债、赎回优先股等，导致少数股东收益增加。

下半年收入同比增速超 20%，一方面是房建业务持续发力，尤其是 Q4，主要得益于中海地产收入增加，另一方面是基建业务加快项目执行和确认收入。



图：单季度收入（右图）、净利润及增速（左轴）

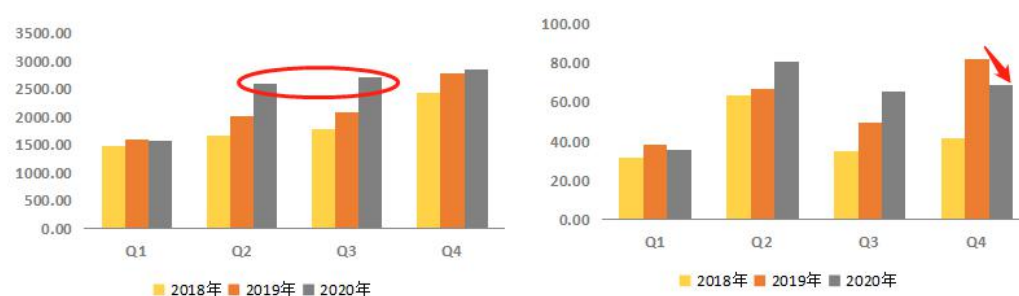
来源：塔坚研究

4月30日，其发布一季度业绩公告，2021年Q1营收约4047.30亿元，同比增长53.4%；归母净利润约110.14亿元，同比增长45.5%，较2019年一季度增长24%。房建、基建业务增速均较高，业绩超预期。

2021Q1新签订项目金额8327亿元，同比大增33.6%，较2019Q1增长27.5%，其中房建、基建订单均保持高增长。

中国中铁——2020年，实现营业收入9747.5亿元，同比增长14.6%，主要源于基建业务收入高速增长。实现归母净利润251.9亿元，同比增长6.4%，扣非归母净利润同比增长22.0%，超出市场预期。

分季度看，Q4利润负增长，主要是期间费用率提升1.52pct。



图：单季度收入（右图）、季度净利润及增速（左轴）

来源：塔坚研究

2021 年一季度，营业收入 2370.4 亿元，同比增长 50.9%，较 2019Q1 同比增长 47.9%，受益于基建订单加速落地，业绩超预期。归母净利润 64.85 亿元，同比增长 80.89%，较 2019Q1 同比增长 68.7%，高于收入增长，主要是毛利率较高的公路和市政业务收入增幅较大。

新签合同额 3292.3 亿元，同比下滑 2.5%。主要是基建业务中公路业务订单下滑（上年同期承接了公路大单，导致高基数）。

综上，2020 年，卫生事件之后，基建行业整体回暖，在专项债大力发行的背景下，项目加速落地；同时，在降杠杆等压力下，市场加速向龙头企业集中，作为基建行业龙头，两家公司增长较快。

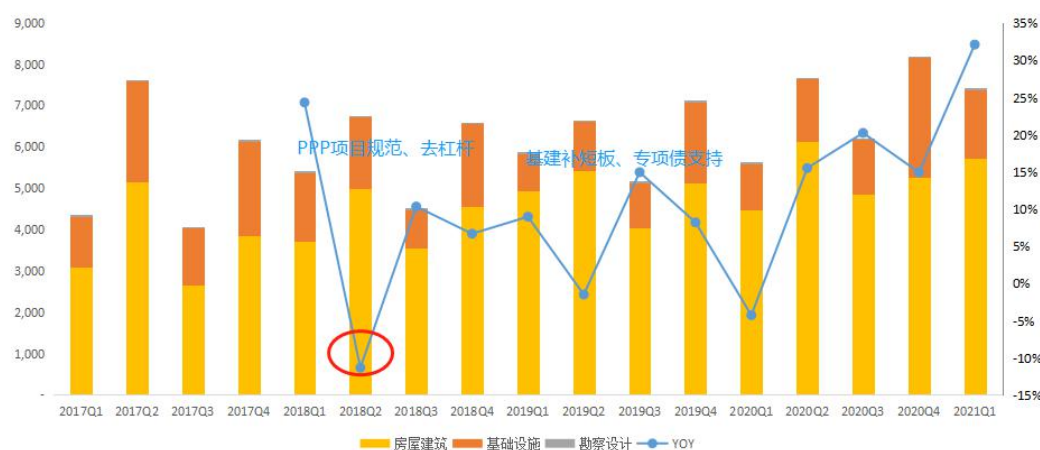
(肆)

新签合同额是建筑企业的重要指标，接下来，我们从新签合同额的角度，拆开细分业务来看：

中国建筑——

2020 年，建筑业累计新签合同额 27705 亿元，同比增长 11.6%。

分季度来看，Q1-Q4 新签合同额分别为 5613 亿元、7681 亿元、6216 亿元、8195 亿元，同比分别变动-4.3%、15.5%、20.2%、14.9%，二季度以来，新签订单稳步增长，主要受益于国内需求向好、复工复产顺利。



图：新签合同额（单位：亿元、%）

来源：塔坚研究

分业务看，其中：

1) 房建新签合同额 20753 亿元, 占比 75%, 同比增长 6.4%;

2) 基建新签订单 6810 亿元, 占比 25%, 在基建市场需求回暖背景下, 大幅增长 30.3%, 主要得益于国内京津冀协同发展、长江经济带发展、粤港澳大湾区建设、黄河流域生态保护等战略需求。

3) 勘察设计业务新签合同额 142 亿元, 同比增长 8.1%, 占比较小。

此外, 2020 年, 地产开发销售额 4287 亿元, 同比增长 12.1%, 销售面积 2371 万平米, 土地储备 11685 万平米。

2021 年 4 月 20 日, 其公告 2021 年 1-3 月经营数据:

建筑业新签合同额 7414 亿元, 同比增长 32.1% (比 2019Q1 增长 26.4%), 其中, 房建订单 5729 亿元 (+27.7%), 基建新单 1658 亿元 (+50%)。

地产业务销售额 913 亿元, 同比增长 47.5%, 销售面积 433 万平米, 土地储备 12049 万平米。

根据公司年报披露, 2021 年经营目标为: 新签合同额超过 3.5 万亿元 (同比+9.3%), 营业收入超过 1.76 万亿元 (同比+9%)。

中国中铁——

2020 年，新签合同额 26056.6 亿元，同比增长 20.4%。2021 年一季度实现新签合同额 3292.3 亿元，同比减少 2.5%。

单季度中，2020 年 Q1-Q4，新签合同额分别为 3375.8 亿元、5327.6 亿元、4838.6 亿元，12514 亿元，同比分别增长 7.8%、37.3%、24.6%、16.4%。Q4 新签订单增速放缓，主要是境外订单影响，以及用于基建的专项债规模下降。



图：中国中铁新签合同额（单位：亿元、%）

来源：塔坚研究

分业务来看，其中：

1) 基础设施建设新签订单 21829.2 亿元，同比增长 21.6%；分项目看，铁路、公路、市政及其他业务（城轨、房建）分别为 3553.8 亿元、4097.6 亿元、14177.8 亿元，分别同比变动 14.2%、32.6%、20.7%，房建、公路订单增速较快。

2) 工业设备与零部件制造新签合同额 542.8 亿元，同比增长 29%。

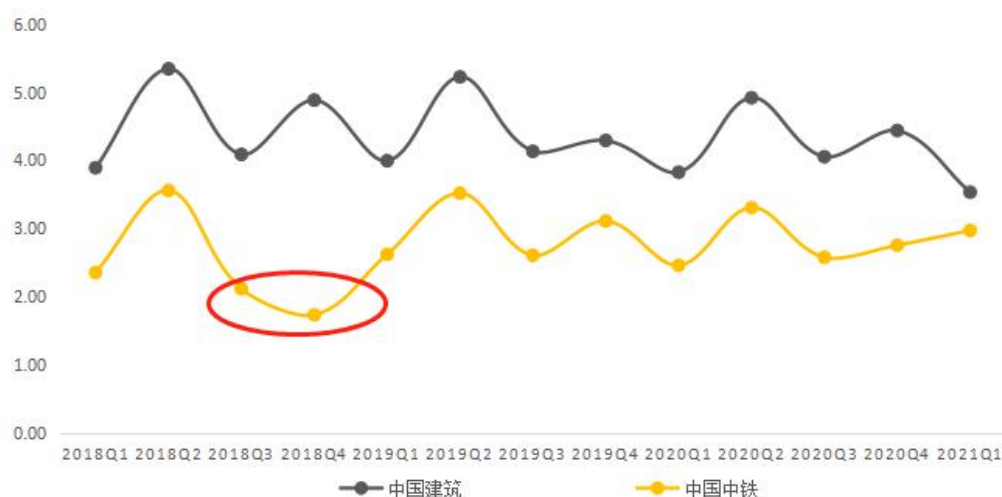
3) 房地产开发新签订单 685.6 亿元，小幅降低 1.6%；勘察设计与咨询服务新签合同额 258.6 亿元，下降 10.2%。

综合来看，中国中铁的新签合同额增速高于中国建筑，主要是 2019 年，中国中铁在大中型铁路基建项目招标总规模增加，以及其在市政等领域的市场开拓力度加大。

(伍)

盈利能力方面，从净利率的趋势变化看，二者基本保持一致。2018Q4，中国中铁净利率下降，中国建筑上升，前者是期间费用率拖累，后者是地产业务毛利率提升带动。

从净利率绝对值上看，中国建筑高于中国中铁，差异主要来自毛利率、期间费用率，我们分别来看。



图：净利率（单位：%）

来源：塔坚研究

毛利率——

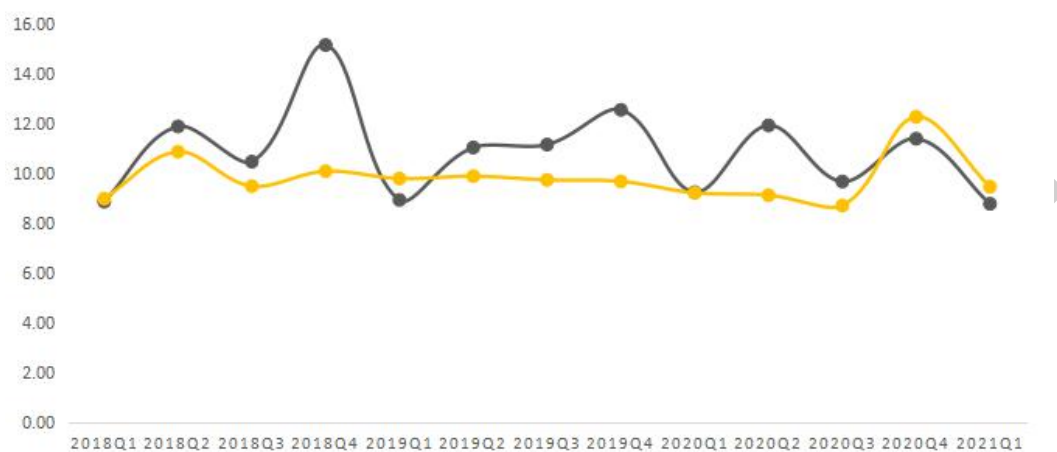
中国建筑的毛利率略高于中国中铁，且波动更大，这主要与业务结构有关，其中：中国中铁主业基础设施建设占比 86%，毛利贡献在 65%以上，对综合毛利率影响较大，基建业务毛利率基本稳定在 7%-8%，所以整体毛利率波动较小；

注意，中国建筑主业房建业务收入占比 60%以上，但是毛利贡献在 35%左右（毛利率 7%左右），收入占比较小的房地产开发业务（15%左右），毛利贡献约为 40%（毛利率 30%左右），对整体毛利率影响较大。

以中海地产为例，净利润率长期保持在 20%-30%区间，显著高于行业平均水平的 10%-15%，拿地优势、成本管控优势，以及行业较低的融资成

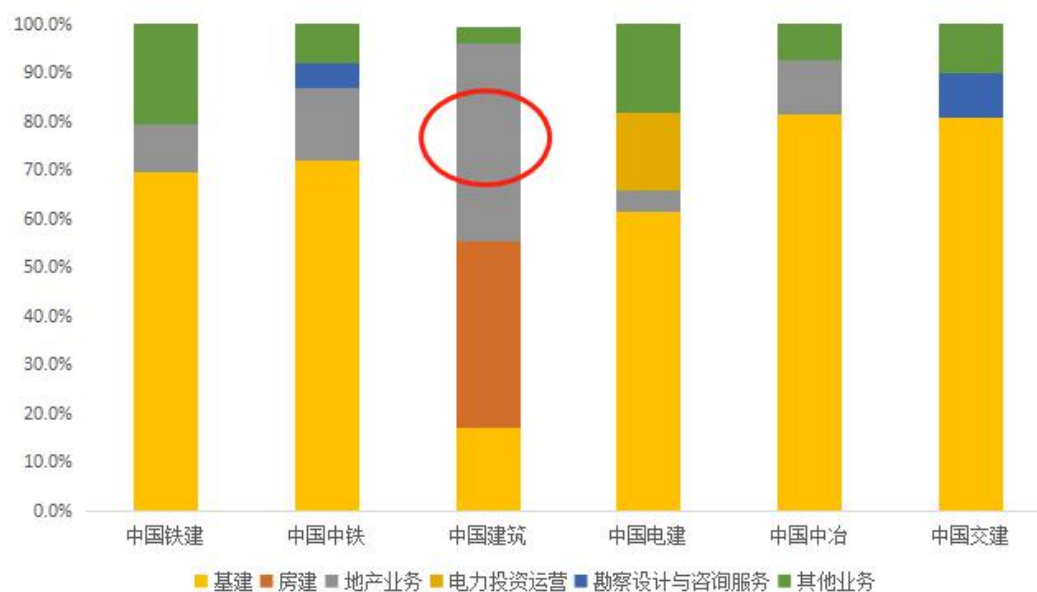
本（4.2%）是高利润率的主要支撑。

这意味着，对中国建筑这类龙头公司来说，布局地产业务，比普通地产公司更能具备长期优势。



图：毛利率（单位：%）

来源：塔坚研究



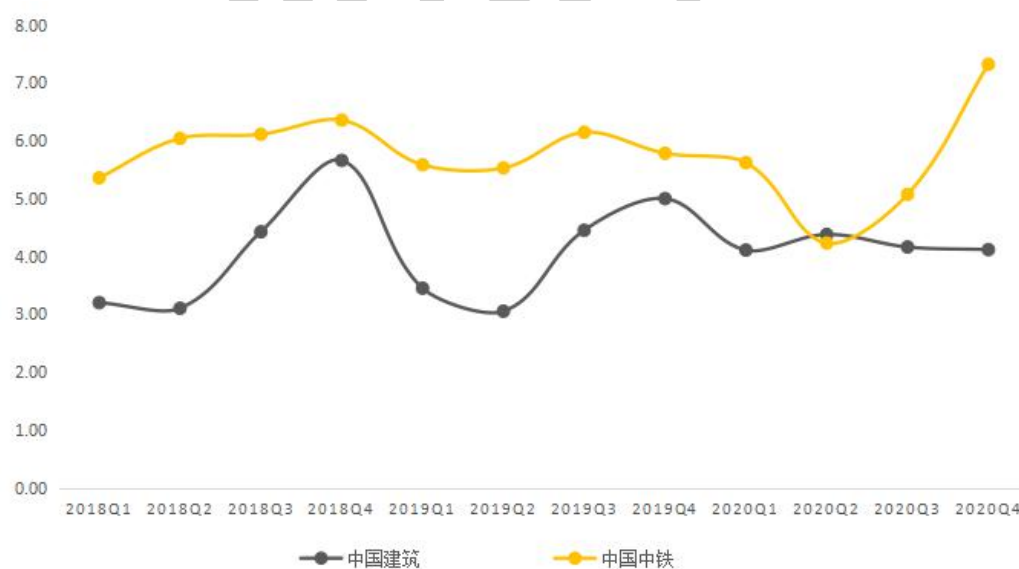
图：建筑公司毛利结构

来源：塔坚研究

期间费用率——

两家公司期间费用的差异，主要来自管理费用率、销售费用率，中国建筑的管理费用率均值在 3% 左右，主要是职工薪酬；中国中铁则在 4.5%，差异在于其研发投入更高，以及管理费用中的其他开支较高。

中国建筑的销售费用率极小，主要为广告费及业务宣传费、业务费等，在 0.3% 左右，中国中铁在 0.5% 左右。



图：期间费用率（单位：%）

来源：塔坚研究

(陆)

对利润率变动情况有感知后，我们再将两家公司拆开，分别看利润率和费用率的变动情况：

1) 中国建筑



图：利润表比率（单位：%）

来源：塔坚研究

毛利率——2021Q1，毛利率为 8.78%，同比下降 0.47pct，预计是原料成本上涨及地产业务毛利率下行所致，净利率 3.53%，同比下降 0.29pct，波动不大。

回溯历史数据，2018 年，综合毛利率 11.89%，同比提升 1.4pct，主要是房地产业务毛利率同增提升 5.9 个百分点所致，尤其是四季度，得益于前期土地获得成本低，利润空间扩大。

2019 年，毛利率小幅下滑至 11.1%，主要是低毛利的房建业务占比提升，以及地产业务毛利率下滑所致。

2020 年，毛利率下降 0.3pct 至 10.8%，主要是毛利率较低的房建收入占比提升，以及地产开发业务毛利率降低（-4.9pct 至 26.2%），地产业务受卫生事件影响，售价不稳定。

期间费用率——2021Q1，期间费用率同比下降 0.26pct 至 3.85%，总体费用控制较好。

2018 年，期间费用率为 4.17%，同比提升 0.93pct，主要是研发力度加大，业务扩张、融资规模扩大（长期借款、应付债券增多），抬升研发费用和财务费用占比。费用率增加幅度较大，是净利率变化不大的主要原因。

2019 年四季度，管理费用率上升，主要是在绿色建筑、BIM 技术等前沿领域的研发增加；财务费用率下降，主要是其将保理费用，调整至投资收益列示所致。

2020 年，财务费用率有所下降，主要是汇兑收益较增加，管理费用率提升主要与研发投入有关。

2) 中国中铁



图：利润表比率（单位：%）

来源：塔坚研究

毛利率——2021Q1，毛利率 9.5%，同比提升 0.24pct，主要是业务结构有所优化。净利率 2.97%，同比上升 0.51pct，净利率提升幅度大于毛利率，主要是期间费用率下降。

回溯历史数据，毛利率整体稳定。2018 年，综合毛利率 10.23%，同比提升 0.86pct，主要源于毛利率较高的地产业务、投资类基建业务占比提升。2020 年四季度，毛利率大幅上升，则主要是毛利率较高的公路和市政业务收入占比提升。

期间费用率——2021Q1，期间费用占比, 5.34%，同比减少 0.28pct，除基建研发投入加大外，各项费率均有所降低，主要是收入规模增长较快。

2020 年，各项费用率变动不大。上半年，管理费用率下降较多，卫生事件影响非生产性支出下降，财务费用率下降，是因为外部融资成本下降、汇兑收益增加、存款规模增长带动利息收入增加。三、四季度管理费用率明显上升，主要是职工薪酬、研发投入增加所致。

以上，基本数据情况分析清楚后，我们来看各家的关键经营数据。

.....

以上，仅为本报告部分内容,仅供试读。

如需获取本报告全文及其他更多内容，请订阅产业链报告库。

一分耕耘一分收获，只有厚积薄发的硬核分析，才能在关键时刻洞见未来。

· 订阅方法 ·

长按下方二维码，一键订阅



扫码了解核心产品-产业链报告库

了解更多，可咨询工作人员：bgysyxm2018

【版权、内容与免责声明】 1) 版权：版权所有，违者必究，未经许可不得翻版、摘编、拷贝、复制、传播。2) 尊重原创：如有引用未标注来源，请联系我们，我们会删除、更正相关内容。3) 内容：我们只做产业研究，以服务于实体经济建设和科技发展为宗旨，本文基于各产业内公众公司属性，据其法定义务内向公众公开披露之财报、审计、公告等信息整理，不采纳非公开信息，不为未来变化背书，不支持任何形式决策依据，不提供任何形式投资建议。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性，亦不为任何个人决策和市场变化负责。内容仅服务于产业研究需求、学术讨论需求，不提供证券期货市场之信息，不服务于虚拟经济相关人士、证券期货市场相关人士，以及无信息甄别力之人士。如为相关人士，请务必取消对本号的关注，也请勿阅读本页任何内容。4) 格式：我们仅在微信呈现部分内容，标题内容格式均自主决定，如有异议，请取消对本号的关注。5) 主题：鉴于工作量巨大，仅覆盖部分产业，不保证您需要的行业都覆盖，也不接受任何形式私人咨询问答，请谅解。6) 平台：内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。7) 完整性：以上声明和本页内容构成不可分割的部分，在未详细阅读并认可本声明所有条款的前提下，请勿对本页面做任何形式的浏览、点击、转发、评论。

【数据支持】 部分数据，由以下机构提供支持，特此鸣谢——国内市场：Wind 数据、东方财富 Choice 数据、智慧芽、理杏仁、企查查；海外市场：Capital IQ、Bloomberg、路透，排名不分先后。想做海内

外研究, 以上几家必不可少。如果大家有购买以上机构数据终端的需求, 可和我们联系。

并购优塾