

## 中国铁建(601186)

# 基建“国家队”转型投资运营商，分拆过会有望提升估值中枢

## ——中国铁建深度报告

✍️：匡培钦 执业证书编号：S1230520070003  
☎️：021-80106013  
✉️：kuangpeiqin@stocke.com.cn

### 报告导读

本报告详细梳理中国铁建五大业务板块发展情况，从订单保障、国内建设空间、战略布局&业务模式三个维度看，公司短期、中期和长期均具备稳健成长性。

### 投资要点

#### □ 全球头部承包商，基建领域国家队

1) 行业地位持续稳固：公司前身为铁道兵，转型成为综合性建筑央企，稳居国际承包商前三。连续多年入选 ENR 杂志“全球 250 家最大承包商”和《财富》杂志“世界 500 强”，2020 年分别位列第 3、第 59 名。

2) 旗下业务一主多元：公司实施纵向一体化，打造工程全产业链。工程主业持续强化、盈利能力稳步提升：2016-2020 年，工程承包及勘察设计两板块营收占比由 87.8% 提升至 91.4%，年复合增速+7.34%，毛利率由+7.36% 稳增至+7.79%；工业制造、房地产开发和物流贸易等相关多元化业务多点开花，持续增厚业绩。

3) 公司管理持续深化：提出“集约化、专业化、精细化”管理思路。公司总部机关精简、管理链条持续压缩，同时引入投资者成功实施债转股，降低企业运营风险，销售、管理、利息费用率全面降低。

#### □ 短、中、长期三维度业绩增长稳健性或超市场预期：

➢ 短期业绩有保障：20 年新签订单同比+27.3%，在手订单同比+31.9%。

短期看，公司在手订单、新签订单同比双高增，带动营收保障倍数创新高。2020 年新签订单 22542.9 亿元，同比+27.3%，增速在八大建筑央企中位列第三，在手订单 43189.3 亿元，同比+31.9%，新签和总订单保障系数创新高，于 2020 年分别达到 1.28、7.54，公司储备项目充沛，短期内业绩稳增无虞。

➢ 中期成长空间大：国内建设刚需不减，行业空间无需担忧

中期维度看，国内铁路、公路、轨道交通待建里程储备充足，新型城镇化下房地产发展韧性足。未来 15 年尚需建设 5.4 万公里铁路，其中高铁 3.2 万公里，年均投资或将维持 5700 亿元以上，高速公路尚需新建约 9.5 万公里，总投资约 15.4 万亿元，轨道交通领域将陆续释放 13 万亿元建设项目，年均投资约 8600 亿元。2020-2030 新建房屋面积中枢 23.7 亿平方米，相比比 2011-2020 新开工房屋面积+24.1%，房地产投资韧性犹在。

➢ 长期发展动能足：拓展海外叠加转型投资运营，对标 VINCI 未来可期

发展战略层面：“海外优先”战略下，公司已搭建起设计咨询、工程承包、海外投资、运营服务协同发展框架。2020 年海外新签合同额 2328.08 亿元，受疫情影响同比-13.5%，但仍蝉联第一。2020 年成功并购老牌西班牙铁路承包商 ALDESA，有望拓展欧洲、美洲工程建设业务版图。

业务模式方面：公司由施工总承包向工程总承包模式拓展，并积极布局基建投资运营领域。对标国际建筑巨头 VINCI 成长之路，长期看运营板块或将持续增厚公司利润。

### 评级

### 增持

上次评级 首次评级  
当前价格 ¥7.65

### 单季度业绩

### 元/股

1Q/2021	0.42
4Q/2020	0.61
3Q/2020	0.48
2Q/2020	0.54



### 公司简介

中国铁建是中国特大型综合建设集团，2020 年位居世界 500 强排名第 54 位、中国企业 500 强排名第 14 位，多年稳居 ENR 全球最大工程承包商前三名，连续保持国资委中央企业 A 级评级。公司业务涵盖工程承包、勘察设计咨询、房地产、投资服务、装备制造、物资物流、金融服务以及新兴产业。经营范围遍及全球。具备全产业链和为业主提供一站式综合服务的能力。在高原铁路、高速铁路、高速公路、桥梁、隧道和城市轨道交通工程设计及建设领域确立了行业领先地位。

### 相关报告

报告撰写人：匡培钦  
联系人：耿鹏智

### □ 资本运作：旗下铁建重工拟分拆上市，估值修复或迎催化

2020年6月15日，公司发布公告：旗下铁建重工拟于科创板分拆上市，并于2021年1月8日顺利过会。铁建重工专注高端装备制造，研发投入高、技术储备充足。轨交建设浪潮持续背景下，IPO直接融资有望助力板块业务扩张、增厚公司利润。与可比公司中铁工业对标，铁建重工分拆上市或将带动公司估值中枢上移。

### □ 盈利预测及估值

结合公司在手订单情况，并考虑2021年地方专项债额度投放计划，我们预计公司2021-2023年实现归母净利润分别为254.452亿元、288.55亿元和322.56亿元。中国铁建当前股价对应2021/2022/2023年PE仅4.1倍、3.6倍、3.2倍，PB仅0.6倍，低于行业同体量公司—中国建筑、中国中铁、中国交建、中国中冶平均估值水平近20%，并处公司历史估值底部位置。我们预计公司2021-2023年净利润复合增速+12.58%，高于上述四家公司净利润增速预期均值。考虑到行业可比公司相对估值情况，首次覆盖，我们给予“增持”评级。

### □ 风险提示

基建投资增速不及预期；房地产开发及销售增速不及预期；物流贸易增速不及预期。

### 财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	910325	1014127	1122421	1231793
(+/-)	9.62%	11.40%	10.68%	9.74%
净利润	22393	25452	28855	32256
(+/-)	10.87%	13.66%	13.37%	11.79%
每股收益(元)	1.65	1.87	2.12	2.38
P/E	4.64	4.08	3.60	3.22

## 正文目录

<b>1. 综合型建筑央企，国际顶级承包商</b>	<b>6</b>
1.1. 实施纵向一体化，打造工程全产业链	8
1.2. 发展相关多元化，多点开花增厚业绩	11
1.3. 组织结构优化叠加债转股顺利落地，财务指标持续改善	14
1.4. 新签合同额高增下项目储备足，短期业绩稳增无虞	15
<b>2. 国内建设刚需不减，中期成长无需担忧</b>	<b>16</b>
2.1. 铁路、高速公路建设仍构成基建投资主流	16
2.2. 城轨、城市更新为主导，大市政建设方兴未艾	18
2.3. 城镇化率持续提升中，地产投资韧性犹在	20
<b>3. 拓展海外业务叠加转型投资运营商，长期业绩有保障</b>	<b>21</b>
3.1. “海外优先”战略成效初显	21
3.2. 工程总承包+投融资一体化，助力向投资运营商转型	24
<b>4. 资本运作：分拆铁建重工上市，多元融资同时提振估值</b>	<b>28</b>
4.1. 铁建重工质地优异，轨交建设潮下具备高成长性	28
4.2. 对标机械设备行业估值水平，分拆上市或将上拔整体估值	30
<b>5. 盈利预测及估值</b>	<b>32</b>
5.1. 盈利预测	32
5.2. 估值及评级	36
<b>6. 风险提示</b>	<b>37</b>

## 图表目录

图 1: 公司发展历程概要	6
图 2: 公司股权结构	6
图 3: 公司业务构成	7
图 4: 2020 年，中国铁建各业务板块营收占比情况	8
图 5: 2020 年，中国铁建各业务板块毛利贡献情况	8
图 6: 2016-2020 年，公司营收 CAGR+9.7%	8
图 7: 2016-2020 年，公司归母净利 CAGR+12.5%	8
图 8: 公司集勘察、设计、采购、施工为一体的工程总承包业务流程	9
图 9: 工程全产业链营收占比多年高于 80%	10
图 10: 工程全产业链毛利占比多年高于 70%	10
图 11: “两路”订单占比缩小，房建、市政后来居上	10
图 12: 基建、房建营收占比	10
图 13: 勘察设计板块四大设计院 2020 实现净利润 35.6 亿元	11
图 14: 2016-2020 年，勘察设计业务保持 30%以上高毛利率	11
图 15: 非工程业务毛利占比高于营收	12

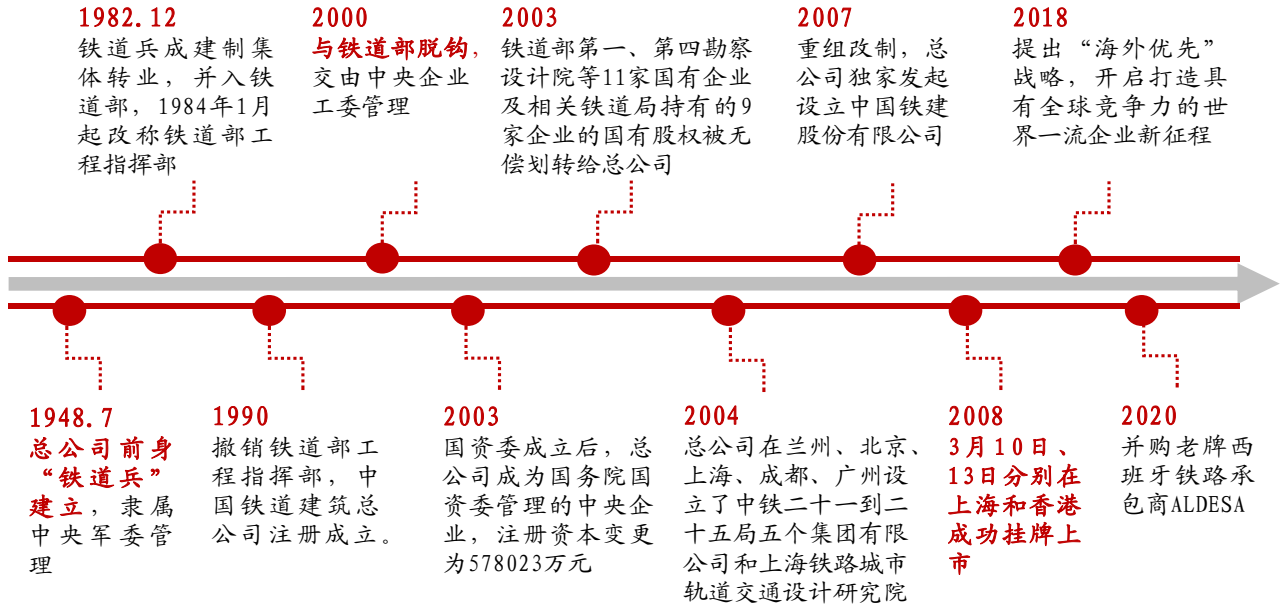
图 16: 设计、房地产、工业制造毛利率高 .....	12
图 17: 2016-2020 年, 工业制造营收 CAGR+5.9% .....	12
图 18: 莫斯科地铁项目商务、施工、装备板块联动 .....	12
图 19: 地产板块“一体两翼, 多点支撑”战略 .....	13
图 20: 地产板块签约销售金额突破千亿 .....	13
图 21: 西南地区在手待开发土地面积居首 .....	13
图 22: 2016-2020 物流贸易板块五年 CAGR+12.8% .....	14
图 23: 营收增长叠加毛利率提高带动毛利两位数高增 .....	14
图 24: 组织结构优化改善公司费用率 .....	14
图 25: 降杠杆成效显著、利息费用率降低 .....	14
图 26: 2020 年新签订单同比高增+24.7% .....	15
图 27: 在手订单充沛, 订单保障系数持续走高 .....	15
图 28: 国家综合立体交通网主骨架布局示意图 .....	16
图 29: 我国中长期铁路规划网(规划期 2016-2025) .....	17
图 30: 预计未来 15 年铁路里程复合增速 2.11% .....	17
图 31: 高速公路规划、通车及待建里程(未包括港澳台) .....	17
图 32: 未来 15 年新建市场空间超 15.4 万亿元 .....	17
图 33: 我国大陆地区共 50 座城市具有运营或在建轨道交通项目, 待建里程占比近 6 成(截至 2020 年底) .....	18
图 34: 对标日韩, 中国城镇率尚有 20%提升空间 .....	20
图 35: 人均住宅面积对比发达国家仍有提升空间 .....	20
图 36: 中国铁建海外业务集团 .....	21
图 37: 2019 年海外新签订单爆发式增长 .....	21
图 38: 中国铁建海外新签订单总额 2019 年起超越中国交建跃居八大建筑央企首位 .....	21
图 39: 铁建通过海外子公司收购 ALDESA .....	22
图 40: ALDESA 业务遍及三大洲超十个国家 .....	22
图 41: ALDESA 业务领域广泛, 能源方面颇有建树 .....	22
图 42: 2014-2018 年, ALDESA 海外营收占比均高于六成 .....	23
图 43: 2016-2040 年基础设施投资需求(占 GDP 比重%) .....	23
图 36: ALDESA 业务领域广泛, 能源方面颇有建树 .....	23
图 44: 工程总承包业务占比大幅提升至 25% .....	24
图 45: 投资运营布局未来或成利润稳定器 .....	24
图 46: 特许经营权账面价值稳定增长 .....	24
图 47: 三大投资运营平台主要业务分布 .....	24
图 48: 项目全生命周期在集团内部实现 .....	26
图 49: 投资运营与工程承包现金流协同 .....	26
图 50: VINCI 集团运营业务扩张助力 P/E 上升 .....	26
图 51: 工程与运营板块归母净利润成长性对比 .....	27
图 52: 运营板块归母净利率远高于工程板块 .....	27
图 53: 铁建重工主要产品 .....	28
图 54: 2019 年, 铁建重工营收构成 .....	28
图 55: 铁建重工研发模式 .....	28
图 56: 2017-20Q2 铁建重工研发费用平均占比 6.0% .....	28
图 57: 城市轨道交通运营里程稳定增长 .....	29
图 58: 动车组及城轨运营车辆保有量稳定增长 .....	29

图 59: 铁建重工营收及利润稳定 .....	29
图 60: 业务扩张应收账款占比提高 .....	29
图 61: 2019 中铁工业与铁建重工营收构成对比 .....	30
图 62: 铁建重工 ROE 显著高于母公司中国铁建 .....	31
图 63: 中国铁建 A 股市净率已处历史底部 .....	31
图 64: 2018 年至今中铁工业平均 PE 为 15 倍 .....	31
图 65: 2018 年至今中铁工业平均 PB 为 1.41 倍 .....	31
表 1: 2013-2020 年, 中国铁建营收拆分一览 .....	7
表 2: 中国铁建连续两年位列 ENR“全球承包商 Top250”第三名 .....	9
表 3: 勘察设计板块代表性项目 (单位: 亿元) .....	11
表 4: 债转股完成后, 四家子公司资产负债率降低 .....	15
表 5: 2016-2020 年, 公司工程承包订单占比稳定保持在 85% 以上 .....	16
表 6: 近几年国家发改委批复轨道交通投资情况一览, 预计未来待建里程总投资 13 万亿元 .....	19
表 7: 预计 2020-2030 年, 年均新增房屋建面 23.7 亿平方米 .....	20
表 8: 公司代表性海外项目 .....	22
表 9: 高速公路运营业务收入增长稳定, 毛利率高 .....	25
表 10: 公司部分海外特许经营项目 .....	25
表 11: 铁建重工与中铁工业业绩对比 (单位: 亿元) .....	30
表 12: 分部估值逻辑下, 铁建重工上市有望带动铁建估值中枢上移 (2021.6.1) .....	31
表 13: 2015-2020 年新签订单情况 .....	32
表 14: 2015-2020 年未完成订单情况 .....	32
表 15: 工程承包板块订单、营收预测 (单位: 百万元) .....	33
表 16: 房地产板块历年业务数据一览 .....	33
表 17: 房地产板块营收预测 .....	34
表 18: 工业制造板块订单、营收预测 (单位: 百万元) .....	34
表 19: 勘察设计与咨询板块订单、营收预测 (单位: 百万元) .....	35
表 20: 物流贸易与其他板块订单、营收预测 (单位: 百万元) .....	35
表 21: 内部抵消预测 (单位: 百万元) .....	35
表 22: 2018、2019 年成本拆分表 (单位: 亿元) .....	36
表 23: 简易盈利预测表 (单位: 亿元) .....	36
表 24: 可比公司估值表 (2021.6.1) .....	37
表附录: 三大报表预测值 .....	38

## 1. 综合型建筑央企，国际顶级承包商

**前身铁道兵，与国家铁路建设共成长。**1990年，中国铁道建筑有限公司在国家工商总局注册成立，具有光荣悠久历史的铁道兵以新的面貌延续征程。2008年，由总公司独家发起设立的中国铁建股份有限公司在上海和香港先后上市。2018年，公司提出“海外优先”战略，开启打造具有全球竞争力的世界一流企业新征程。2020年5月，公司成功并购西班牙老牌铁路承包商ALDESA。

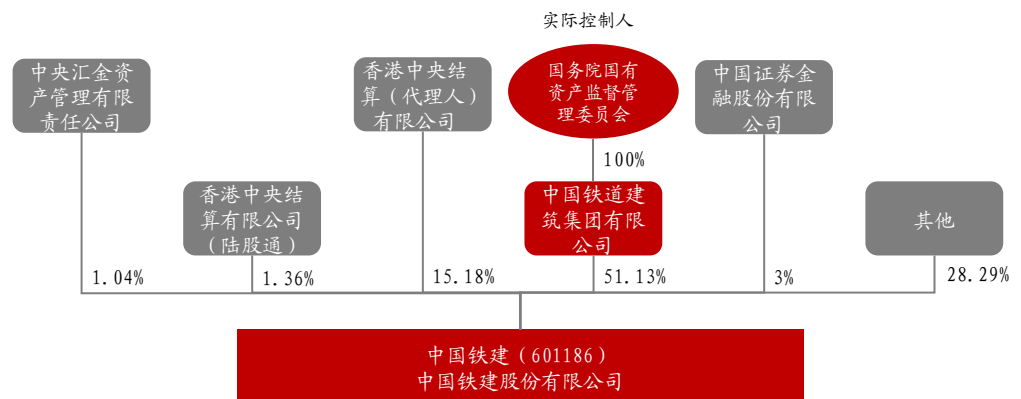
图 1：公司发展历程概要



资料来源：公司招股书，公司官网，浙商证券研究所

**A+H 股双融资平台，央企中国铁建集团绝对控股。**由国资委全资控股的中国铁道建筑集团有限公司是公司第一大股东，香港中央结算(代理人)有限公司为公司第二大股东，截至2020年第三季度，持股比例分别为51.13%、15.18%。公司实际控制人为国资委，持股占比51.13%，股权集中叠加公司建筑央企身份，管理层执行力强。

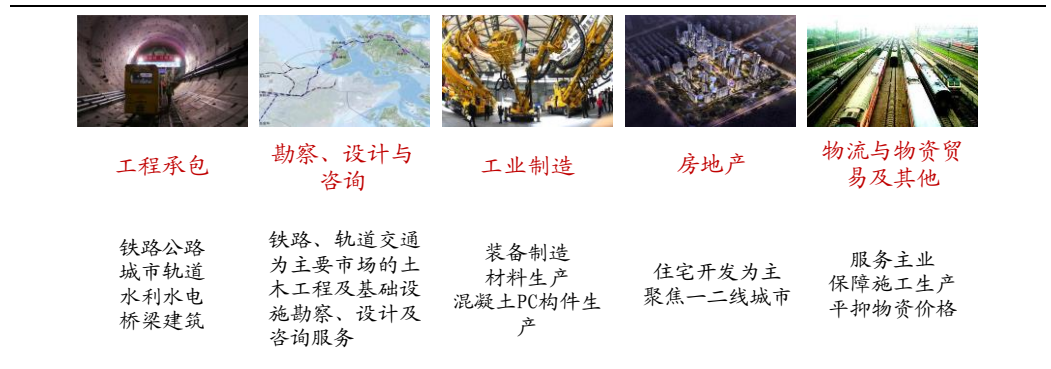
图 2：公司股权结构



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司业务以工程承包为主，勘察、设计与咨询、工业制造、房地产、物流与物资贸易等业务构成辅助，覆盖建筑全产业链。(1)工程承包业务：2020年，营收8133.34亿元(YoY+12.25%)，占比89.35%，毛利率7.21%。专业覆盖铁路公路、城市轨道交通、水利水电、桥梁、房屋建筑等多个领域；(2)勘察、设计与咨询业务：营收184.60亿元(YoY+2.07%)，占比2.03%，毛利率33.36%；(3)房地产业务：营收409.29亿元(YoY-0.89%)，占比4.50%，毛利率20.33%，聚焦一、二线城市住宅开发，与主业形成联动；(4)工业制造业务：营收180.49亿元(YoY-0.31%)，占比1.98%，毛利率23.97%；(5)物流与物资贸易业务：营收766.25亿元(YoY+6.64%)，占比8.42%，毛利率9.72%，以服务主业、保障施工为第一目标。

图 3：公司业务构成



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表 1：2013-2020 年，中国铁建营收拆分一览

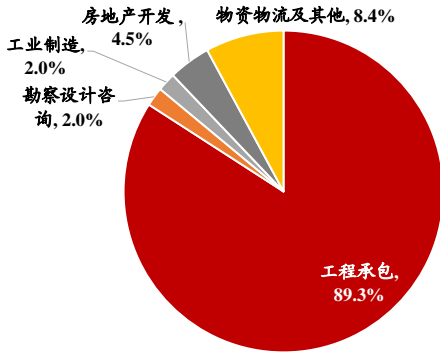
单位：亿元	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>营业收入</b>	<b>5867.90</b>	<b>5919.68</b>	<b>6005.39</b>	<b>6293.27</b>	<b>6809.81</b>	<b>7301.23</b>	<b>8304.52</b>	<b>9103.25</b>
YoY	21.16%	0.88%	1.45%	4.79%	8.21%	7.22%	13.74%	9.62%
<b>综合毛利率</b>	<b>10.15%</b>	<b>10.85%</b>	<b>11.45%</b>	<b>9.21%</b>	<b>9.24%</b>	<b>9.78%</b>	<b>9.64%</b>	<b>9.26%</b>
<b>工程承包</b>	<b>4644.05</b>	<b>5121.23</b>	<b>5193.13</b>	<b>5401.35</b>	<b>5841.28</b>	<b>6347.48</b>	<b>7245.45</b>	<b>8133.34</b>
营收占比(%)	79.14%	86.51%	86.47%	85.83%	85.78%	86.94%	87.25%	89.35%
YoY	14.97%	10.28%	1.40%	4.01%	8.14%	8.67%	14.15%	12.25%
毛利率(%)	9.84%	9.24%	9.60%	6.85%	6.87%	7.27%	7.46%	7.21%
<b>房地产</b>	<b>246.95</b>	<b>246.31</b>	<b>286.71</b>	<b>383.20</b>	<b>425.87</b>	<b>369.14</b>	<b>412.97</b>	<b>409.29</b>
营收占比(%)	4.21%	4.16%	4.77%	6.09%	6.25%	5.06%	4.97%	4.50%
YoY	36.16%	-0.26%	16.40%	33.65%	11.14%	-13.32%	11.87%	-0.89%
毛利率(%)	25.63%	29.89%	26.01%	22.98%	18.95%	24.60%	21.37%	20.33%
<b>勘察、设计及咨询</b>	<b>77.59</b>	<b>90.09</b>	<b>100.80</b>	<b>122.57</b>	<b>145.39</b>	<b>167.06</b>	<b>180.85</b>	<b>184.60</b>
营收占比(%)	1.32%	1.52%	1.68%	1.95%	2.14%	2.29%	2.18%	2.03%
YoY	6.86%	16.11%	11.89%	21.60%	18.62%	14.90%	8.25%	2.07%
毛利率(%)	29.78%	30.92%	33.62%	30.12%	32.90%	34.12%	32.06%	33.36%
<b>工业制造</b>	<b>98.09</b>	<b>119.02</b>	<b>146.88</b>	<b>143.41</b>	<b>142.35</b>	<b>164.82</b>	<b>181.05</b>	<b>180.49</b>
营收占比(%)	1.67%	2.01%	2.45%	2.28%	2.09%	2.26%	2.18%	1.98%
YoY	18.94%	21.34%	23.41%	-2.36%	-0.74%	15.79%	9.85%	-0.31%
毛利率(%)	19.47%	21.52%	20.69%	25.05%	25.92%	25.97%	22.76%	23.97%
<b>物流与物资贸易及其他</b>	<b>801.21</b>	<b>544.03</b>	<b>469.30</b>	<b>473.02</b>	<b>591.70</b>	<b>646.07</b>	<b>718.57</b>	<b>766.25</b>
营收占比(%)	13.65%	9.19%	7.81%	7.52%	8.69%	8.85%	8.65%	8.42%
YoY	71.43%	-32.10%	-13.74%	0.79%	25.09%	9.19%	11.22%	6.64%
毛利率(%)	4.12%	7.18%	10.30%	10.97%	11.04%	11.48%	12.15%	9.72%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

注：2015年及之后年份，业务板块间存在营收抵消情况，表中未赘述

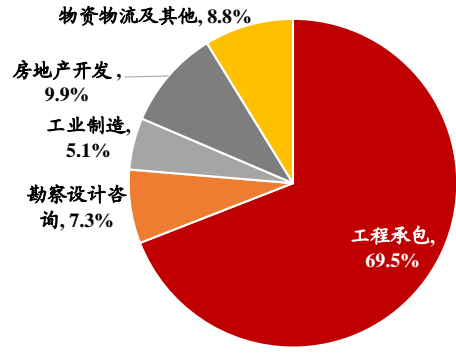
毛利端，工程承包业务占比超三分之二，房地产、勘察设计和工业制造业务等非工程业务对公司业绩构成重要补充。2020年，工程承包占比69.5%，非工程业务毛利占比超30%，具体看：房地产业务占比9.9%，勘察、设计及咨询业务占比7.3%，工业制造业务占比5.1%，物流与物资贸易及其他业务占比8.8%。

图 4：2020 年，中国铁建各业务板块营收占比情况



资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

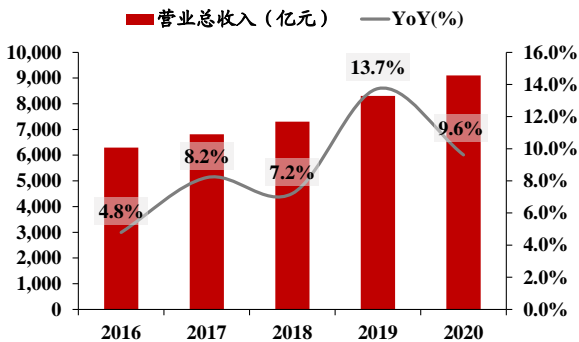
图 5：2020 年，中国铁建各业务板块毛利贡献情况



资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

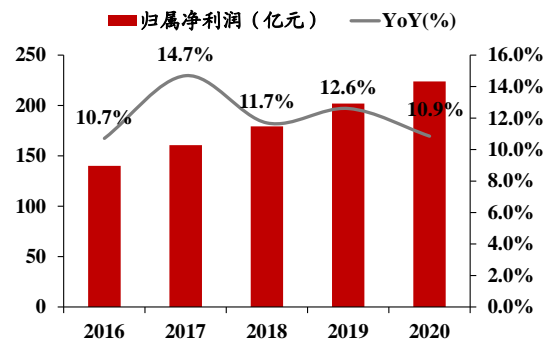
成长端，公司营收、净利润稳步提升，疫情之下经营韧性凸显。2016-2020年，营收CAGR+9.7%，净利润CAGR+12.5%；2020年公司实现营业收入9103.52亿元，同比增长9.6%，实现归母净利润223.93亿元，同比增长10.9%。

图 6：2016-2020 年，公司营收 CAGR+9.7%



资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

图 7：2016-2020 年，公司归母净利 CAGR+12.5%



资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

### 1.1. 实施纵向一体化，打造工程全产业链

工程全产业链布局，多年稳居 ENR 全球承包商前三。受益于布局勘察设计、采购、施工等建筑全产业链，公司可为业主提供一站式服务，工程承包业务强。作为中国乃至全球最具实力、最具规模的特大型建筑集团之一，中国铁建集团业务覆盖科研、规划、勘察、设计、施工、监理、维护、运营和投融资等完整的行业产业链，连续多年入选 ENR 杂志“全球 250 家最大承包商”和《财富》杂志“世界 500 强”，2020 年分别位列第 3、第 59 名。



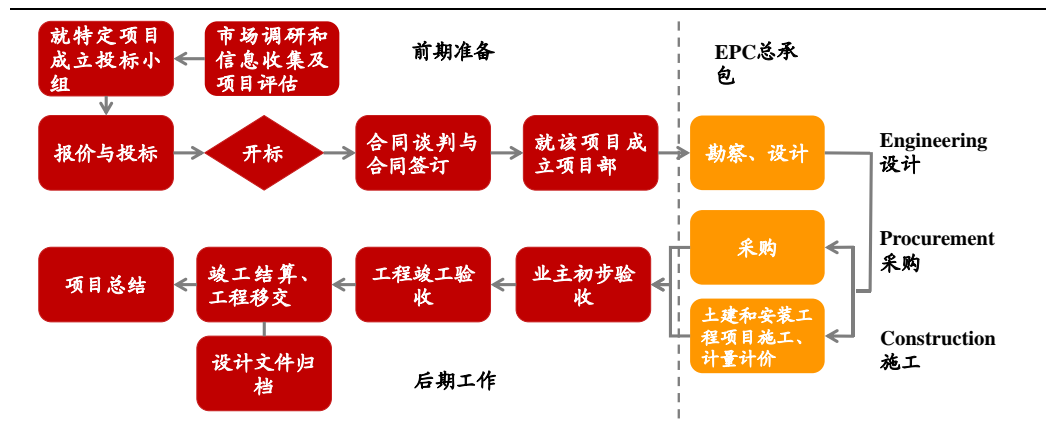
表 2：中国铁建连续两年位列 ENR“全球承包商 Top250”第三名

2020 排名	2019 排名	公司	国家	2019 年营收 (亿美元)
1	1	中国建筑	中国	1804
2	2	中国中铁	中国	1549
3	3	<b>中国铁建</b>	<b>中国</b>	<b>1234</b>
4	4	中国交建	中国	895
5	5	中国电建	中国	570
6	6	VINCI	法国	546
7	7	ACS	西班牙	436
8	8	中冶集团	中国	402
9	9	上海建工	中国	332
10	10	BOUYGUES	法国	302
11	11	HOCHTIEF AKTIENGESELLSCHAFT	德国	270
12	12	中国能建	中国	212
13	30	北京城建	中国	187
14	13	STRABAG SE	奥地利	179
15	15	OBAYASHI CORP	日本	174
16	18	EIFFAGE	法国	170
17	-	陕西建工	中国	167
18	27	中国化学	中国	164
19	19	KAJIMA CORP.	日本	161
20	16	SKANSKA AB	瑞典	161

资料来源：ENR 官网，公司公告，浙商证券研究所

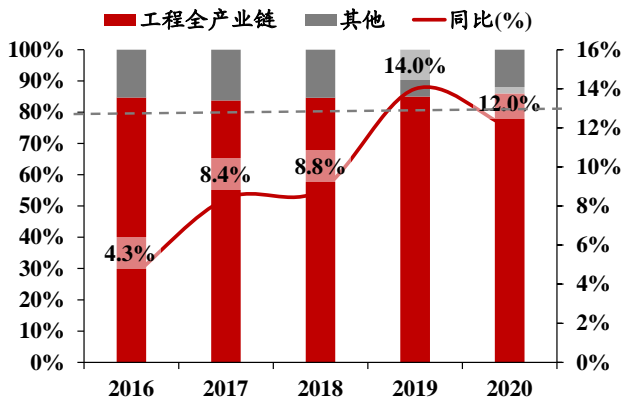
以工程承包和勘察、设计与咨询为主导的工程业务条线，营收保持稳步增长。2016-2020 年，工程承包和勘察设计板块相加的工程全产业链营收增速稳步增长，五年 CAGR+10.8%，占营业总收入比例皆在 80%以上，毛利于 2016 年减少，其余年份增速平稳，五年 CAGR+12.3%，占总毛利润比例皆在 70%以上。

图 8：公司集勘察、设计、采购、施工为一体的工程总承包业务流程



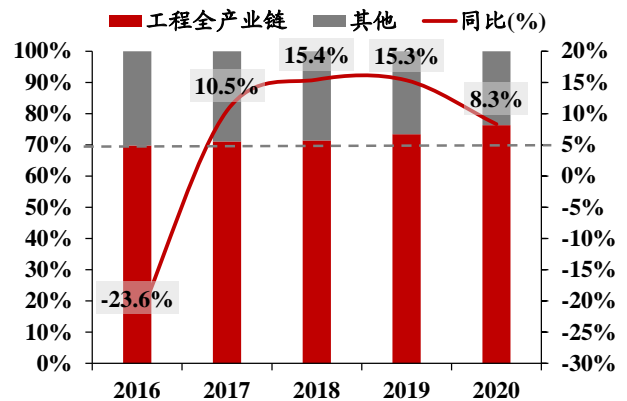
资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

图 9：工程全产业链营收占比多年高于 80%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

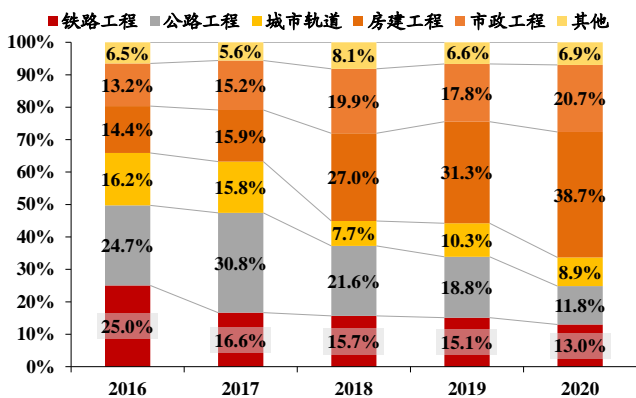
图 10：工程全产业链毛利占比多年高于 70%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

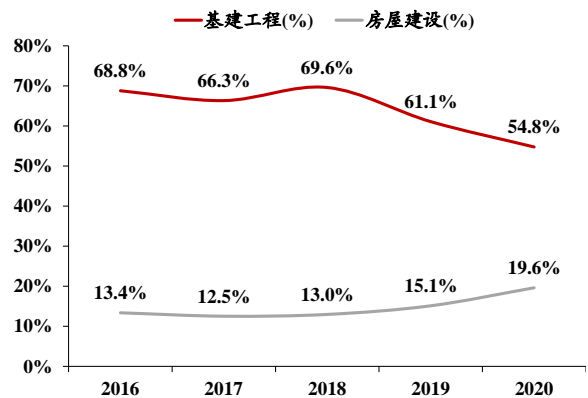
“两路”业务起家，房建、市政、城轨业务后来居上。历年新签订单中，公路铁路作为曾经占据半壁江山的老本行占比逐年下降，由 2016 年的 49.7% 降至 2020 年的 24.8%，其中铁路新签订单金额占比由 25.0% 降至 13.0%。房建与市政业务占比迅猛上升，房建新签订单金额占比由 14.4% 升至 38.7%。城轨业务与水利水电、机场码头等其他业务占比小幅波动，变化不大。从营收角度看，2016-2019 年，基建工程营收占比有所下降，房屋建设营收占比由 12.52% 上升至 15.13%，随着新签订单的落地，房建占比预计将继续上升。

图 11：“两路”订单占比缩小，房建、市政后来居上



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

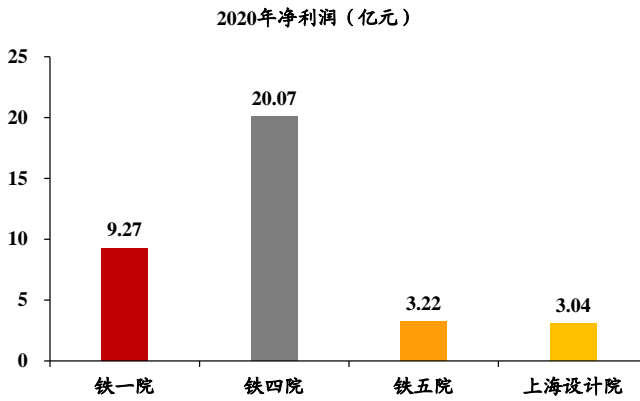
图 12：基建、房建营收占比



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

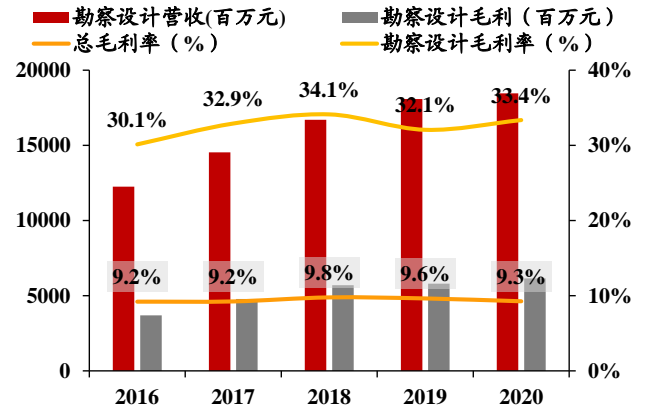
勘察设计业务具备核心壁垒和高毛利率双重属性，毛利率领跑各板块。中国铁建勘察设计板块由铁一院、铁四院、铁五院、上海院等 4 家工程勘察设计综合甲级院及各工程局所属设计院组成。四大设计院 2020 年共实现净利润 35.60 亿元，其中铁四院以 20.07 亿元领跑。因涉铁勘察设计行业难度大、壁垒高，上述公司在大铁、轨道交通勘察设计领域具有显著优势，板块营收占比仅约 2%，但其毛利率领跑各版块，2016-2020 年，勘察设计板块毛利率皆在 30% 以上，而同期公司总毛利率仅在 10% 左右。作为公司盈利能力最强的板块和掌握产业链上游的重要抓手，勘察设计板块起着举足轻重的作用。

图 13: 勘察设计板块四大设计院 2020 实现净利润 35.6 亿元



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 14: 2016-2020 年, 勘察设计业务保持 30%以上高毛利率



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

表 3: 勘察设计板块代表性项目 (单位: 亿元)

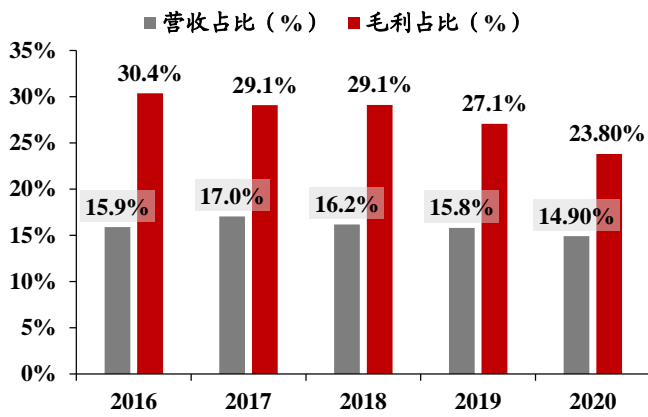
代表性项目	年份	总投资 (亿元)	勘察设计费用 (百万元)	工期
沈海高速公路深圳机场至荷坳段 (机荷高速公路) 改扩建工程施工图勘察设计	2020	475.0	76.9	-
雄安新区至北京大兴国际机场快线 (R1 线) 勘察监理、设计咨询项目	2020	293.9	24.9	3 年
东晓南路—广州南站连接线北段 (海珠湾隧道) 工程勘察设计公司	2020	95.8	126.3	3 年
重庆轨道交通 15 号线、4 号线西延伸段设计总承包	2020	525.0	976.4	5 年
兰州市城市轨道交通第二期建设规划报告编制项目	2019	-	14.0	-
新建南宁至玉林铁路勘察设计	2019	278.0	181.1	3 年
西安地铁临潼线 (9 号线) 一期工程 BIM 技术应用项目	2018	139.0	-	-
杭衢高铁 (建衢段) 可行性研究、相关专题研究及勘察设计	2017	236.3	-	3 年

资料来源: 公司官网, 各省公共资源交易平台, 浙商证券研究所

## 1.2. 发展相关多元化, 多点开花增厚业绩

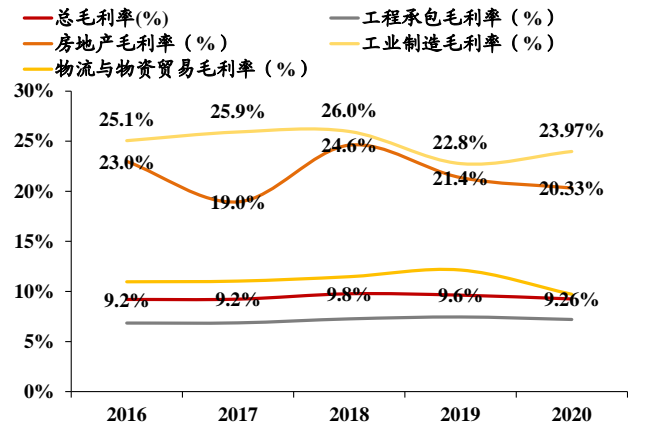
高毛利率相关多元化业务带动公司综合毛利率稳增。除工程承包主业之外, 公司积极发展相关多元化业务, 包括工业制造、房地产及物流与物资贸易。2016-2020 年, 上述多元化业务营收占比不到 20%, 但除 2020 年外均贡献了 25%以上的毛利润, 工业制造板块历年毛利率均高于 20%, 房地产仅 2017 年毛利率低于 20%, 两项高毛利业务带动公司综合毛利稳增。物流与物资贸易板块毛利率较低, 但起到了沟通产业链上游, 与主业形成联动、平抑原料价格的作用。

图 15: 非工程业务毛利占比高于营收



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

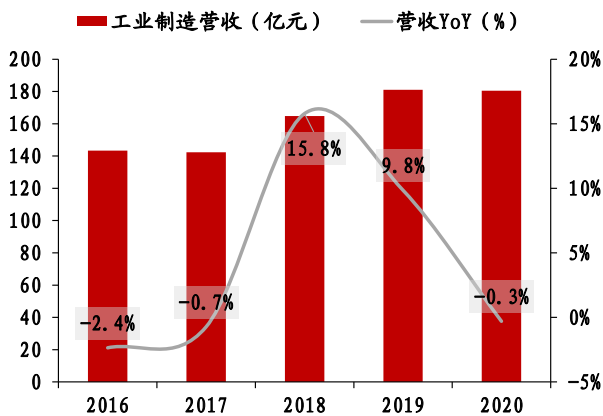
图 16: 设计、房地产、工业制造毛利率高



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

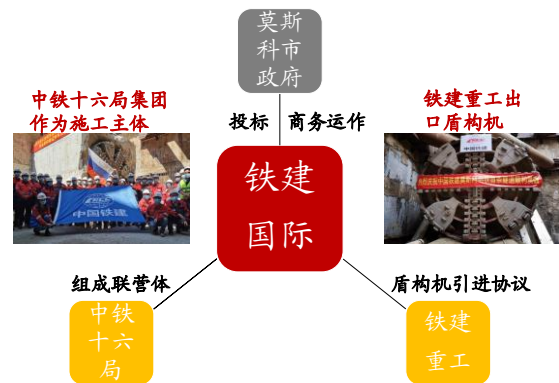
工业制造板块实力强劲, 营收复合增速 5.9%, 与其他板块合作实现“联合出海”。公司装备制造板块以铁建重工为主导, 集研发、制造、销售、服务为一体。业绩层面看, 2016-2020 年, 板块营收 CAGR+5.9%, 毛利 CAGR+4.8%, 毛利率远高于公司在整体水平, 有望成为公司盈利新驱动。板块协同层面看, 工业制造板块与工程承包主业板块联动形成合力, 在国际重大工程中斩获颇丰, 以莫斯科地铁项目为例, 铁建国际发挥商务优势, 集中力量开拓市场, 中铁十六局负责施工, 铁建重工负责装备出口, 发挥互补优势, 推动中国铁建海外经营方式由机会型向战略型转变。

图 17: 2016-2020 年, 工业制造营收 CAGR+5.9%



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

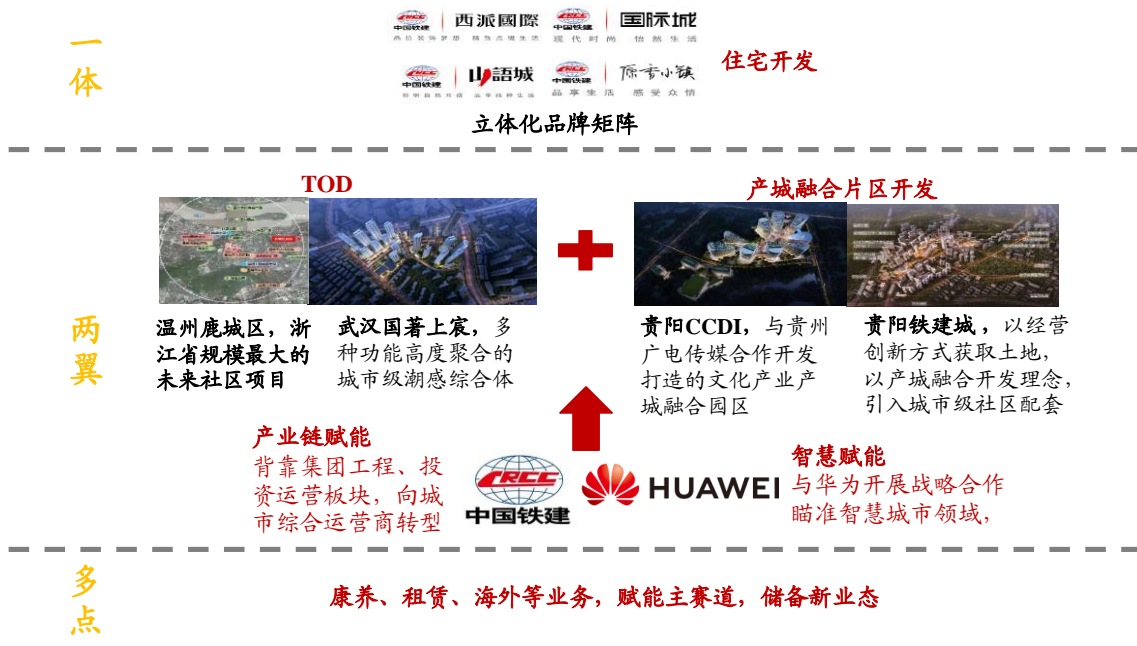
图 18: 莫斯科地铁项目商务、施工、装备板块联动



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

公司地产板块晋级“千亿俱乐部”, “一体两翼, 多点支撑”战略引领下, 地产集团迈出“二次创业”步伐。当下看, 中国铁建地产板块新签销售额于 2019 年一举突破千亿, 2020 年签约销售金额 1265.2 亿元, 疫情之下强势创新高, 操盘金额 1120 亿元, 位列 30 名。未来看, 公司在“一体两翼, 多点支撑”战略引领下, 迈出“二次创业”步伐。“一体”即传统住宅开发, 公司已形成立体化品牌矩阵; “两翼”即以 TOD、产城融合片区开发为赛道性业务, 聚集资源饱和攻击, 实现业务多元增长; “多点”则是以康养、租赁、海外等业务赋能主赛道并实现业务战略储备。公司战略清晰, 叠加全产业链支撑、与华为开展战略合作两大优势赋能, 新赛道业务“三年成型、五年成势”可期。

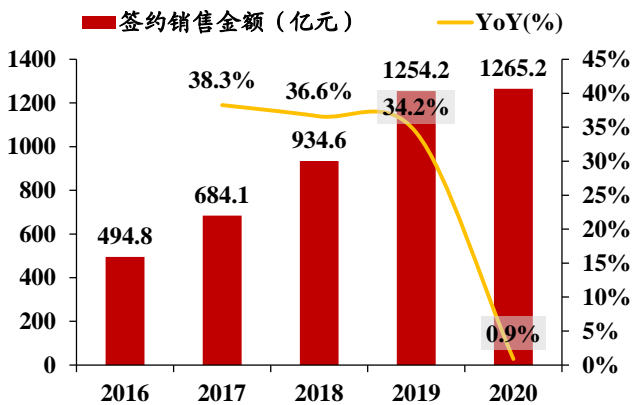
图 19：地产板块“一体两翼，多点支撑”战略



资料来源：公司公告，公司官网，浙商证券研究所

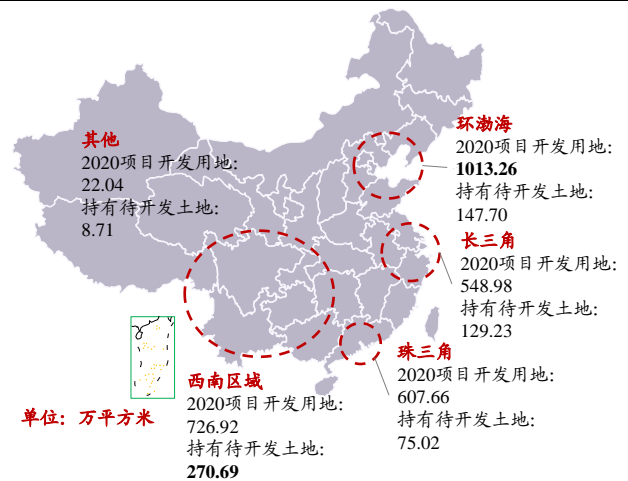
2020 项目开发用地环渤海区域居首，在手待开发土地面积西南区域夺魁，未来发展看首看西南，环渤海、长三角区域次之。从 2020 年项目开发用地看，环渤海区域以 1013.26 万平方米居首，西南区域次之；从在手土地储备看，西南区域待开发土地面积最大，环渤海区域次之；从公司“一体两翼”战略布局看，贵阳市目前已坐拥 CDI、铁建城两大公司产城融合重要试点项目，公司高端品牌“西派系列”也享誉西南多年，综合而言，我们认为西南区域将是公司地产板块发展的战略重心，环渤海、长三角区域次之。

图 20：地产板块签约销售金额突破千亿



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

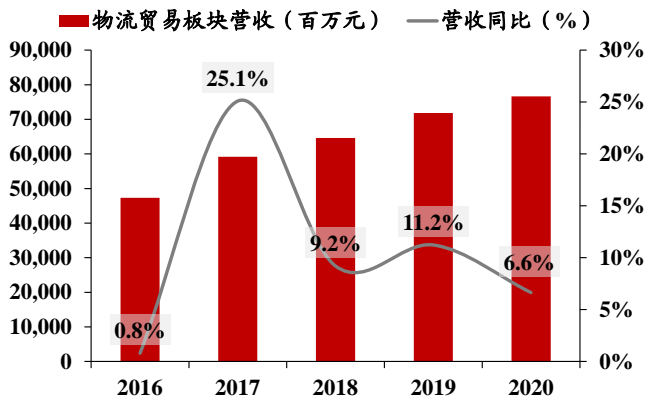
图 21：西南地区在手待开发土地面积居首



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

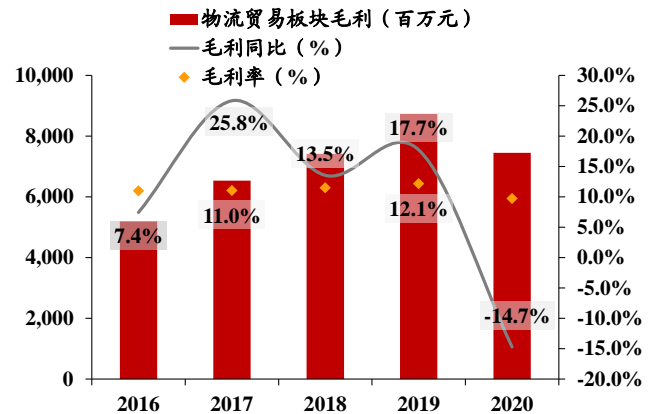
物流贸易业务版图分布广，2017-2019 营收增长叠加毛利率提升，带动毛利实现两位数高速增长。根据公司官网，物流贸易板块旗下中国铁物在全国 22 个主要城市设有 29 家物流基地，仓储面积近 59 万平方米，其 270 余个物流作业网点年吞吐量达 5000 万吨。公司业务涉足贸易、物流、生产三个领域，2016-2020 年板块营收 CAGR+12.8%，2017-2019 毛利率从 11.0% 提升至 12.1%，营收增长叠加毛利率提升，带动毛利连续三年保持两位数高增，2020 年疫情影响下毛利率下降，导致毛利降低，预期 2021 将继续回归增长。

图 22：2016-2020 物流贸易板块五年 CAGR+12.8%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 23：营收增长叠加毛利率提高带动毛利两位数高增

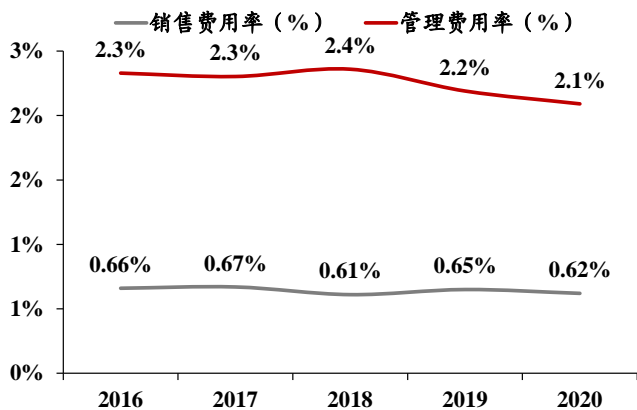


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 1.3. 组织结构优化叠加债转股顺利落地，财务指标持续改善

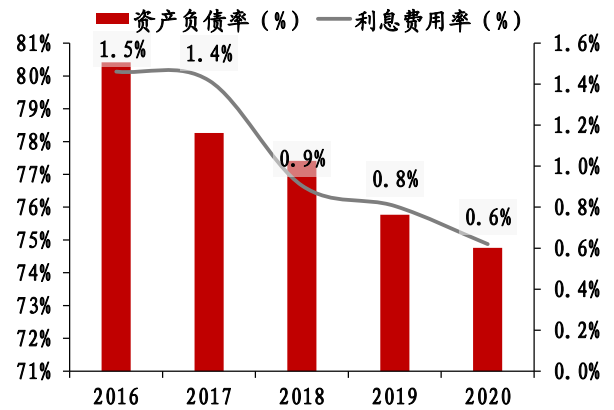
公司管理链条压缩叠加总部机关精简，助力增效降费。2019年7月，公司宣布了历时八个月的总部机关机构优化调整，按照“战略发展中心、资本运作中心、风险管控中心、产业协同中心、绩效评价中心、价值服务中心”六种功能优化调整总部设置，将总部31个部门压减至21个，厘清了总部机关各部门之间的管理界限。依据“四级法人、三级管理”原则，进一步明确了公司总部、区域总部、子公司的定位及相互关系。公司管理费用率自2016年的2.3%降至2020年的2.1%，销售费用率低位继续降低，由2016年0.66%降低2020年0.62%。

图 24：组织结构优化改善公司费用率



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 25：降杠杆成效显著、利息费用率降低



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

引入投资者成功实施债转股，大幅降低财务费用和负债率，降低企业运营风险。2019年12月29日公司发布公告，拟引入八家外部投资者出资110亿元对旗下四家子公司进行增资，用以偿还公司债务，实施市场化债转股。债转股完成后，四家标的子公司的资产负债率均有一定程度改善，杠杆率高、财务负担重的问题将得到有效解决。近年来公司整体降杠杆成效显著，2016-2020年，资产负债率及利息费用率持续下行，财务负担大大减小。

表 4：债转股完成后，四家子公司资产负债率降低

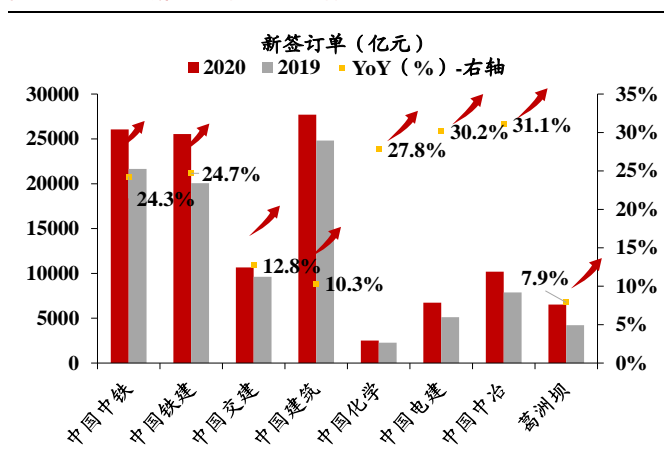
公司名称	总资产(亿元)	总负债(亿元)	资产负债率	债转股完成后总负债(亿元)	债转股完成后资产负债率
中铁十一局	557.36	429.13	76.99%	401.13	71.49%
中铁建设	636.25	556.73	87.50%	536.73	84.36%
铁建投资	1148.11	921.3	80.24%	889.3	77.46%
昆仑投资	272.55	213.33	78.27%	183.33	67.26%
合计	2614.27	2120.49	81.11%	2010.49	76.90%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 1.4. 新签合同额高增下项目储备足，短期业绩稳增无虞

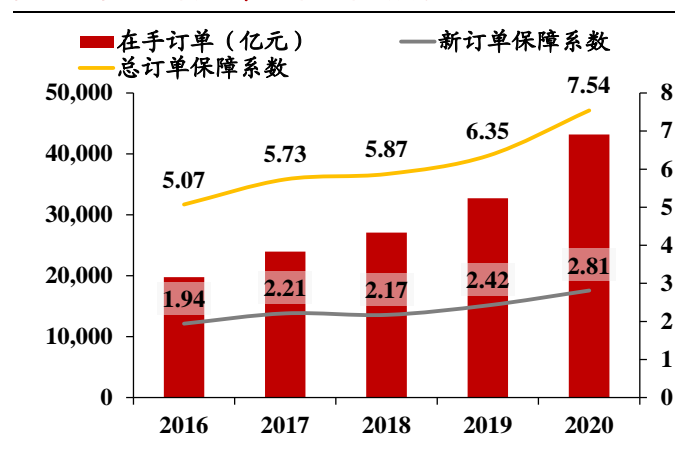
2020 年新签及在手订单同比高增，订单保障系数持续上升，短期业绩稳增无虞。2020 年公司新签订单 25542.89 亿元，同比增长 24.7%，增幅在八大建筑央企中位列第四，在新签订单 20000 亿以上的三家企业中位列第一，在手订单充沛，2020 年末在手订单 43189.27 亿元，同比高增 31.9%。从订单保障系数看，2016-2020 年新签和在手订单保障系数持续升高，2020 年新签订单保障系数 2.81，总订单保障系数 7.54。新签和在手订单高增长下，公司项目储备充足，短期内业绩稳定增长确定性强。

图 26：2020 年新签订单同比高增+24.7%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 27：在手订单充沛，订单保障系数持续走高



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

## 2. 国内建设刚需不减，中期成长无需担忧

公司定位综合建筑产业集团，中期维度看，各业务板块中工程承包业务仍将占据主导地位。回顾“十三五”，公司工程承包业务板块订单占比保持在85%以上，其中基建、城建业务板块订单绝对数均有较快成长，房建、大市政等城建板块相对占比快速提升。

表 5：2016-2020 年，公司工程承包订单占比稳定保持在 85%以上

	2016	2017	2018	2019	2020
总订单	12191	15083	15845	20069	25543
工程承包订单	10593	12932	13524	17307	22207
占比	86.89%	85.74%	85.35%	86.24%	86.94%
yoy	31.19%	22.08%	4.58%	27.97%	28.32%
其中：基建类（公铁轨水航）	4916	4938	4053	5382	6035
占比	40.33%	32.74%	25.58%	26.82%	23.63%
yoy	8.81%	0.44%	-17.92%	32.80%	12.13%
其中：城建类（房建市政）	2921	4025	6344	8509	13184
占比	23.96%	26.69%	40.04%	42.40%	51.62%
yoy	68.44%	37.82%	57.61%	34.12%	54.95%

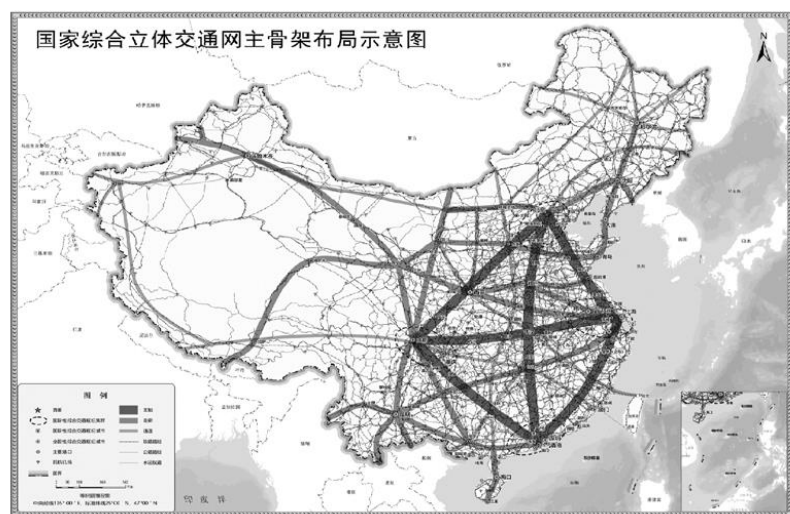
资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

注：我们将公司工程承包业务分为两大类，1）基建类业务：公路、铁路、轨道等业务；2）城建类业务：房建、市政业务。

### 2.1. 铁路、高速公路建设仍构成基建投资主流

国家综合立体交通网规划纲要出台，奠定中期基建投资增长基石。2021 年 2 月 24 日，中共中央、国务院联合印发国家综合立体交通网规划纲要，提出到 2035 年，实现国家综合立体交通网实体线网总规模合计 70 万公里左右，其中铁路 20 万公里左右，公路 46 万公里左右。在京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝双城经济圈四极，以及八个地区组群、九个地区组团之间，打造由 6 条主轴、7 条走廊、8 条通道组成国家综合立体交通网主骨架。规划纲要下，国内基建投资刚需不减，公司中期成长无需担忧。

图 28：国家综合立体交通网主骨架布局示意图



资料来源：国务院官方网站，浙商证券研究所



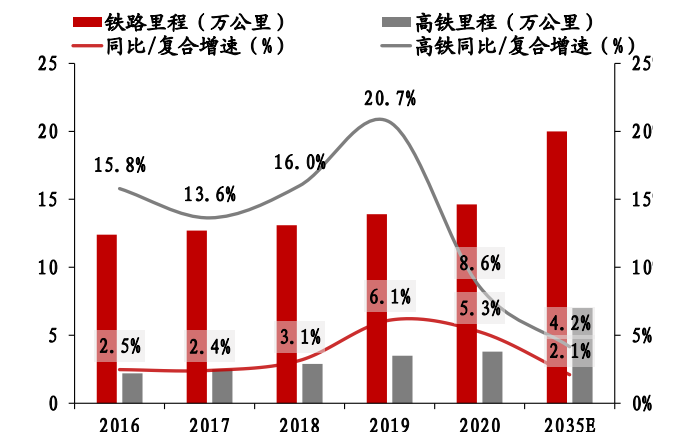
国内铁路待建里程储备充足，未来 15 年尚需建设 5.4 万公里铁路，其中高铁 3.2 万公里。2020 年 12 月 22 日，国家铁路局国新办发布会上透露，预计 2020 年末，全国铁路营业里程达到 14.6 万公里，其中高速铁路 3.8 万公里。根据《国家综合立体交通网络规划纲要》和《新时代交通强国铁路先行规划纲要》：至 2035 年，我国现代化铁路网率先建成。全国铁路网 20 万公里左右，其中高铁 7 万公里左右。根据这一规划，未来 15 年铁路总营业里程和高速铁路营业里程仍将分别保持 2.1%和 4.2%的复合增速。另外，十四五期间，将新增城际铁路和市域（郊）铁路运营里程 3000 公里，基本建成京津冀、长三角、粤港澳大湾区轨道交通网，三大城市群城际铁路、市域铁路建设将提速，全国范围内高铁有望加速成网、普铁加密，年均投资或将维持 5700 亿元以上。

图 29：我国中长期铁路规划网（规划期 2016-2025）



资料来源：国家铁路局，浙商证券研究所

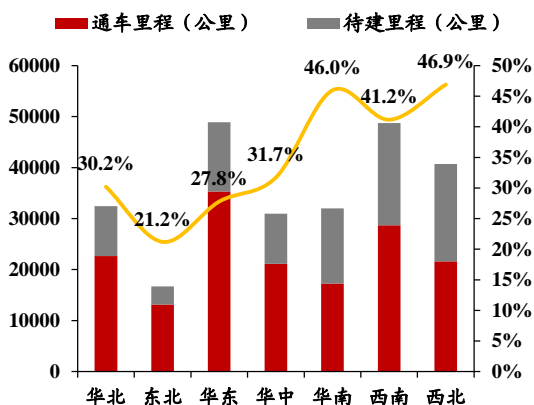
图 30：预计未来 15 年铁路里程复合增速 2.11%



资料来源：国家铁路局，浙商证券研究所

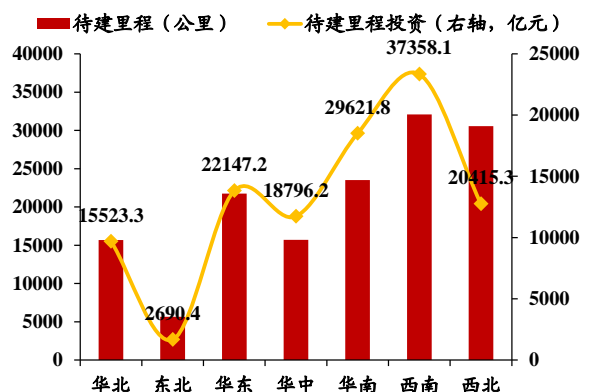
高速公路待建里程长，建设主战场聚焦西部和华南，未来 15 年投资力度不减。根据《国家综合立体交通网络规划纲要》，至 2035 年，我国将建成国家高速公路网 16 万公里左右，结合各省高速公路中长期规划，总规划里程达到 25 万公里，其中待建里程约占规划总里程 36%，其中华北、华东、华中地区待建里程占比约 30%、东北地区待建里程约 20%，西北、西南和华南地区待建里程占比约 45%，未来高速公路建设“主战场”在西部和华南地区。根据国家统计局新闻发布会，2020 年高速公路里程达到 15.5 万公里，新增 0.54 万公里。未来 15 年，尚需新建约 9.5 万公里高速公路，总投资约 14.6 万亿元，年均新通车里程约 0.63 万公里，年均投资 0.97 万亿元，新建高速里程与 2020 年总体接近。

图 31：高速公路规划、通车及待建里程（未包括港澳台）



资料来源：各省、直辖市、自治区交通运输厅/交通委/交通局、统计局，浙商证券研究所整理

图 32：未来 15 年新建市场空间超 15.4 万亿元



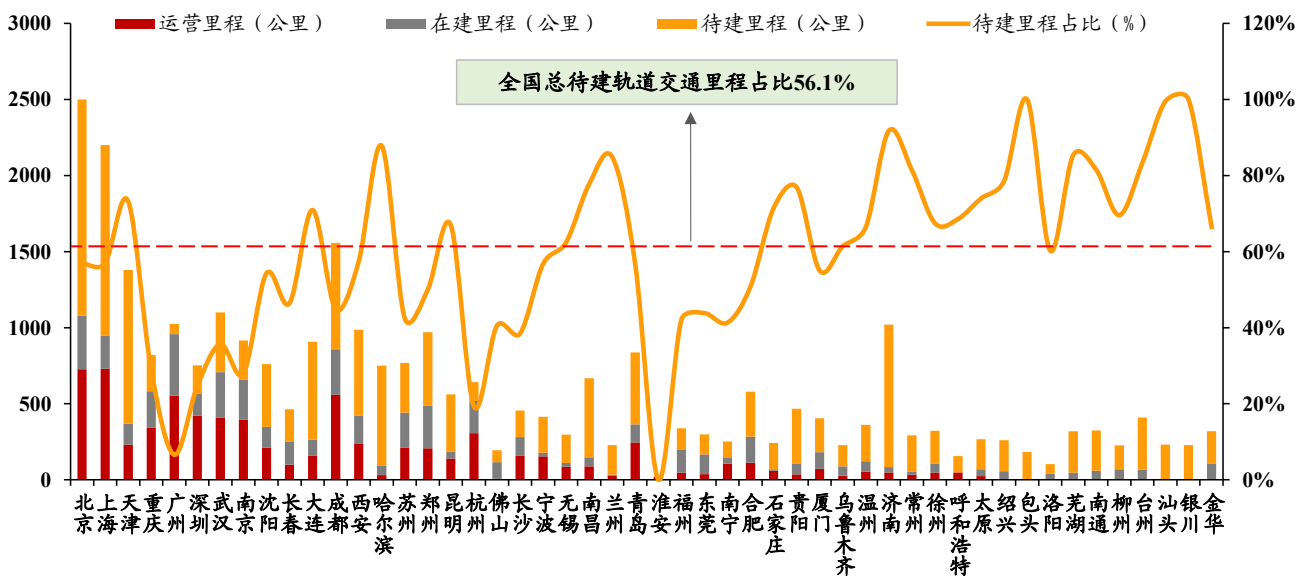
资料来源：各省、直辖市、自治区交通运输厅/交通委/交通局、发改委，浙商证券研究所整理

高速公路改扩建项目年均释放约 700 亿元投资。根据我们 2020 年 5 月外发报告《基建深度：项目、资金双轮驱动，基建或迎丰收年》，我们对 2020 年各省份重大项目进行梳理，得到 2019、2020 年新开工高速公路改扩建项目，总投资为 2147 亿元，假设平均工期为 3 年，则年均释放约 700 亿元建设项目。经测算，改扩建投资单价约 1.24 亿元/公里，接近甚至超过部分省份新建高速公路投资单价。新建、改扩建叠加效应下，高速公路建设有望在较长时间内保持当前投资力度。利好交通基建设计咨询、施工总承包板块。

## 2.2. 城轨、城市更新为主导，大市政建设方兴未艾

五十城规划端齐发力，轨交十万亿级市场可期。截至 2020 年底，我国大陆地区共有 50 座城市具有运营或在建轨道交通项目。当前营业总里程为 7503 公里，在建总里程为 5656 公里，至 2035 远景年规划总里程约 3 万公里，剩余待建里程约 1.68 万公里。我们通过梳理近几年轨道交通规划批复，测算出一线城市地铁单公里投资约 9.2 亿元，二、三线城市地铁单公里造价约 7.4 亿元。未来 15 年，轨道交通领域将陆续释放 13 万亿元建设项目，年均投资约 8600 亿元。勘察设计、施工、车辆装备、轨道交通等行业迎来发展机遇，有望从中获益。

图 33：我国大陆地区共 50 座城市具有运营或在建轨道交通项目，待建里程占比近 6 成（截至 2020 年底）



资料来源：国家发改委，各城市人民政府、轨道交通公司，浙商证券研究所整理

**表 6：近几年国家发改委批复轨道交通投资情况一览，预计未来待建里程总投资 13 万亿元**

城市/批复轨道	投资 (亿元)	公里 (公里)	单价 (亿元/公里)	加权平均 单价 (亿元/公里)	剩余待建 里程 (公里)	未来 待投资
一线城市	北京 轨道二期	1501	201	7.5	2928	2.7 万亿元
	上海 轨道三期	2983	286	10.4		
	广州 轨道三期	2196	258	8.5		
	深圳 轨道三期	914	76	12.0		
二、三线城市 (选列近几年批 复)	南京 轨道二期	1202	157	7.6	13916 <u>(含表中未列 出二、三线城市)</u>	10.3 万亿元
	苏州 轨道三期	933	137	6.8		
	厦门 轨道二期	1001	152	6.6		
	西安 轨道三期	969	150	6.5		
	武汉 轨道四期	1469	117	12.6		
	徐州 轨道二期	536	79	6.8		
	郑州 轨道三期	1139	160	7.1		
	重庆 轨道三期	456	71	6.5		
	长春 轨道三期	711	116	6.1		
	成都 轨道四期	1318	177	7.5		
	合肥 轨道三期	798	110	7.3		
	乌鲁木齐 轨道二期	338	42	8.1		
<b>合计</b>					<b>17471</b>	<b>13 万亿元</b>

资料来源：国家发改委，浙商证券研究所

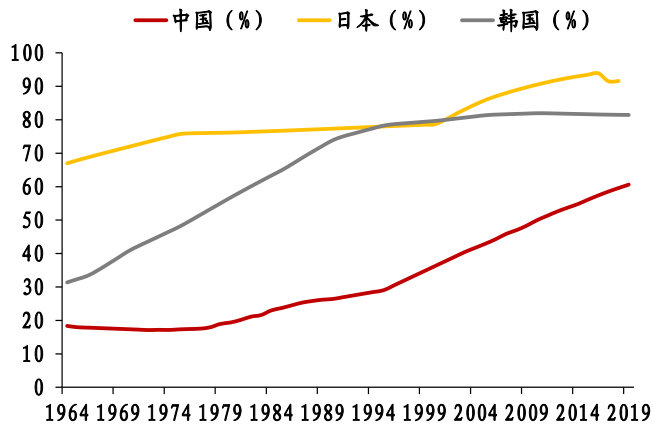
**“十四五”全力实施城市更新，老旧小区改造及市政建设投资有望较“十三五”提速。**

《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》提出 2020 年的工作目标为新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个，涉及居民近 700 万户，2020 年全国实际新开工改造城镇老旧小区 4.03 万个，超额完成目标。根据住建部的调查摸底情况，全国 2000 年以前建成的老旧小区大概为 22 万个，涉及居民 3900 万户。按照在“十四五”期间全部改造完成的部署，未来五年仍将有年均 3.59 万个老旧小区改造开工，年均涉及户数约 700 万户。根据 2020 年的老旧小区改造投资估算，未来五年老旧小区改造工作仍需约 1000-2500 亿元投资，年均投资约 200-500 亿元。

### 2.3. 城镇化率持续提升中，地产投资韧性犹在

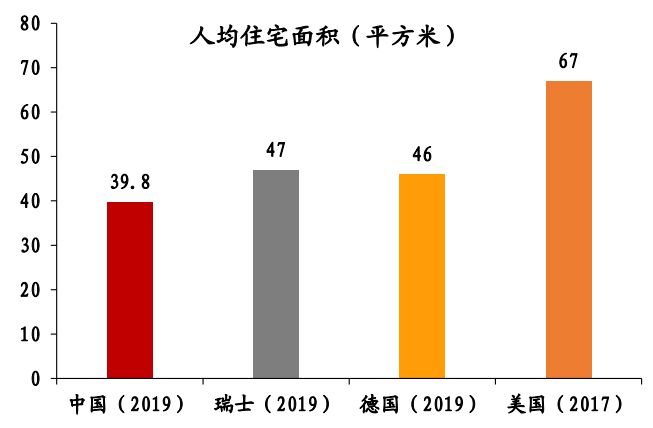
对标韩国、日本，我国城镇化率尚有至少 20% 提升空间。目前我国常住人口城镇化率约为 60%，仍呈上升趋势，日本韩国的城镇化率皆在持续增长至 80% 左右时陷入一段时间停滞状态，与之对标，我国的城镇化率至少尚有 20% 的提升空间。从人均住宅面积看，我国 2019 年城镇人均住宅面积达到 39.8 平方米，较发达国家仍有提升空间。

图 34：对标日韩，中国城镇率尚有 20% 提升空间



资料来源：Wind，世界银行，浙商证券研究所

图 35：人均住宅面积对比发达国家仍有提升空间



资料来源：各国统计部门，浙商证券研究所

中期维度看，基于城镇化率持续提升、人均住房面积稳增两点预期，我国地产投资韧性犹在。根据国务院、国家卫健委对 2030 年户籍人口城镇化率指标规划和全国人口预测值，按保守、中性、乐观三类情况，我们假设至 2030 年全国城镇人均住房面积 45、47.5 和 50 平方米，新开工住宅面积占房屋开工总面积 70%，推算得到 2020-2030 年期间，年均新增房屋面积中枢为 23.7 亿平方米，相较 2011-2020 年地产开发面积中枢 19.1 亿平方米，提升+24.1%，在“房住不炒”大背景下，未来十年我国地产投资需求韧性充足。

表 7：预计 2020-2030 年，年均新增房屋建面 23.7 亿平方米

指标	2018	2019	2030E		
			保守	中性	乐观
人口 (亿人)	13.95	14		14.5	
户籍人口城镇化率 (%)	43.4%	44.4%		60.0%	
城镇人均住房面积 (平方米)	39	39.8	45	47.5	50
城镇住宅总面积 (亿平方米)	236.0	247.3	391.5	413.3	435.0
2020-2030 新增房屋面积合计 (亿平方米)			206.0	237.1	268.2
2020-2030 年新增房屋面积中枢 (亿平方米)			20.6	23.7	26.8

资料来源：国务院，住建部，国家统计局，国家卫健委，浙商证券研究所

基于以上分析，我们从中期维度看，铁路公路建设、城轨及城市更新建设等，仍然将支持大基建行业的发展，我们认为国内建设刚需不减，公司中期成长无需担忧。

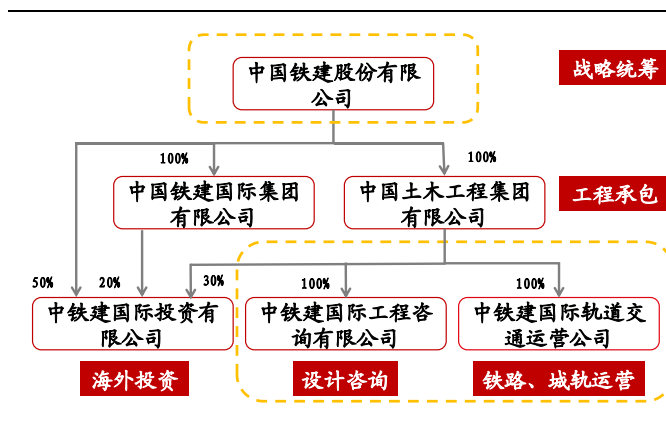
### 3. 拓展海外业务叠加转型投资运营商，长期业绩有保障

海外战略强化叠加商业模式演进，中国铁建业务长期发展主航道初显。横向看，头部建筑央企近年来在海外订单承揽方面多有加强，公司海外业务新签合同额位列建筑央企头把交椅；纵向看，公司业务模式逐步从过去基建总承包逐步过渡到“投建营”一体化。

#### 3.1. “海外优先”战略成效初显

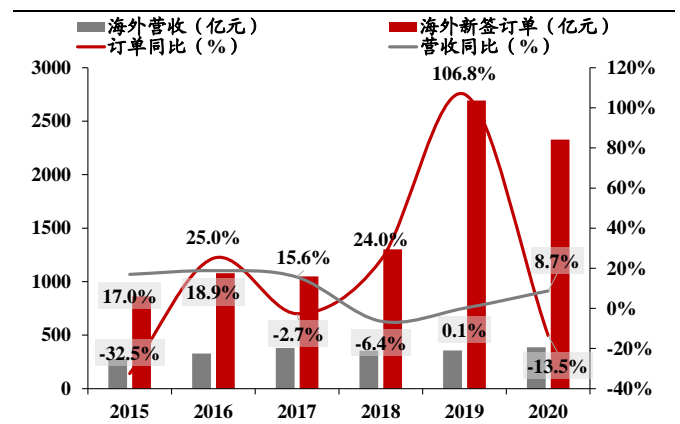
确立“海外优先”战略，打造出海“航母舰队”。中国铁建于2018年提出“海外优先”战略。海外经营发展体系日趋完善，在原本中土集团和中国铁建国际集团“双轮驱动”的基础上又于2019年在中国香港揭牌成立了中铁建国际集团，并依托中土集团先后成立了中铁建国际轨道交通运营公司和中国铁建国际工程咨询有限公司，分别作为海外投资、工程咨询、运营主体。基本形成涵盖设计咨询、工程承包、海外投资、运营服务协同发展框架。

图 36：中国铁建海外业务集团



资料来源：公司公告，公司官网，浙商证券研究所

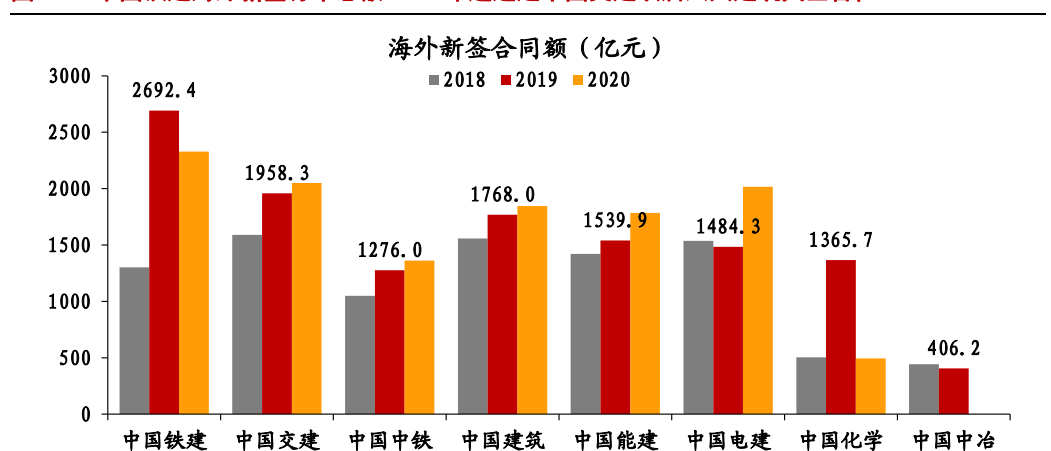
图 37：2019 年海外新签订单爆发式增长



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

海外新签订单跃居八大建筑央企首位。中国铁建在“海外优先”战略推动下，海外新签订单快速增长，2019年同比增长106.8%，实现海外新签订单2692.4亿元，首次超越中国交建，夺得八大建筑央企当年海外新签订单额第一名，2020年完成海外新签订单2328.1亿元并蝉联第一。近年公司海外营收基本平稳，但在新签订单巨额增长的驱动下，预计未来海外营收将迎来爆发。

图 38：中国铁建海外新签订单总额 2019 年起超越中国交建跃居八大建筑央企首位



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

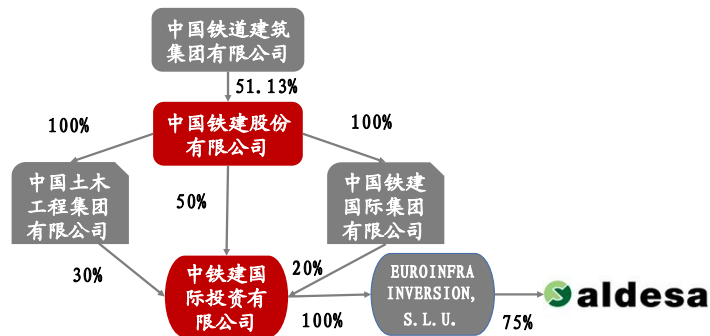
表 8：公司代表性海外项目

代表性项目	年份	总投资	国家
阿联酋联邦铁路二期 C0308 合同段设计和施工合同	2019	48.4743 亿阿联酋迪拉姆	阿联酋
阿尔及利亚贝佳亚高速公路连接线项目	2020	13.02 亿美元	阿尔及利亚
马来西亚帝盛湖边公寓项目	2020	5.7 亿元	马来西亚
莫斯科地铁西南线项目	2020	28 亿元	俄罗斯
建设加纳 8 万套保障房项目设计、采购、施工 (EPC) 合同	2019	37.75 亿美元	加纳
厄瓜多尔米拉多铜矿	2016	18.9 亿美元	厄瓜多尔

资料来源：公司公告、公司官网、浙商证券整理

成功并购老牌西班牙铁路承包商 ALDESA，海外并购实现新突破。2020 年 5 月 8 日，子公司中铁建国际投资有限公司通过其在西班牙设立的全资子公司 EUROINFRA INVERSION, S.L.U.，以约 2.5 亿欧元对价取得 GRUPO ALDESA, S.A. 75% 的股权。ALDESA 总部位于马德里，是一家致力于土木工程和基础设施建设的建筑集团，在西班牙和墨西哥两国工程承包企业中排名均位列前十。

图 39：铁建通过海外子公司收购 ALDESA



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

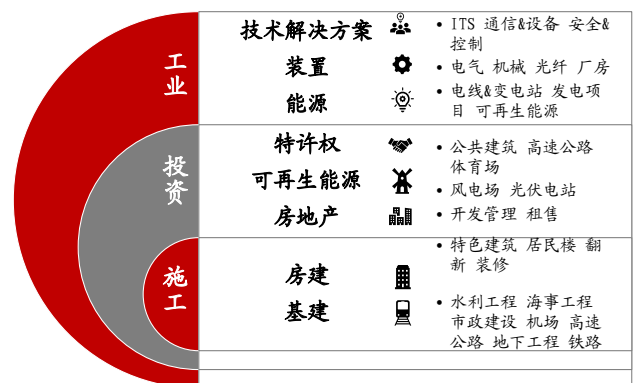
ALDESA 业务多元、涉足地区广泛，对公司海外布局形成补充。ALDESA 在欧洲和拉丁美洲市场耕耘多年，业务涉足三大洲超十个国家，大多数为中国铁建海外布局较为薄弱的地带。从业务板块看，ALDESA 拥有工程建设、工业制造、投资运营三大业务板块，除与中国铁建重合度较高的基建、房建业务外，ALDESA 在风电场、光伏电站等新能源领域的建设与运营方面都颇有建树，根据公司官网，其经营的风力和光伏发电厂在西班牙总发电量达到 273MW，在墨西哥和秘鲁的发电总量达 380MW。

图 40：ALDESA 业务遍及三大洲超十个国家



资料来源：公司公告，公司官网，浙商证券研究所

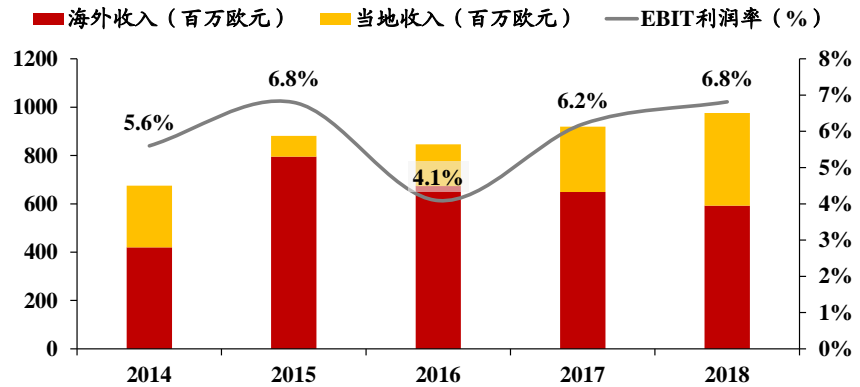
图 41：ALDESA 业务领域广泛，能源方面颇有建树



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

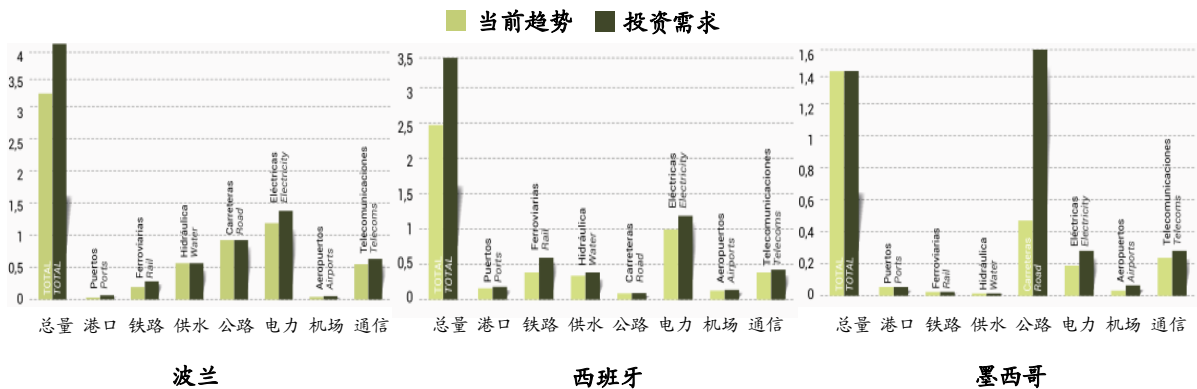
ALDESA 国际化程度高，主要市场前景广阔，或带动铁建海外增长。2014-2018 年，ALDESA 营收 CAGR+9.7%，海外营收占比均超六成，其中 2015 年占比高达 90.2%，积累了丰富的国际化运营经验。公司 EBIT 利润率先降后升，整体业绩水平稳定。西班牙、墨西哥、波兰是 ALDESA 前三大市场国，根据全球基础设施中心（Global Infrastructure Hub）的预测，与可比国家相比，西班牙和波兰目前的基建投资占 GDP 比例较低，墨西哥公路投资占 GDP 比例低，未来增长空间广阔。铁建收购 ALDESA 加强在相关市场布局，未来或驱动海外业务增长。

图 42：2014-2018 年，ALDESA 海外营收占比均高于六成



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 43：2016-2020 年基础设施投资需求（占 GDP 比重）



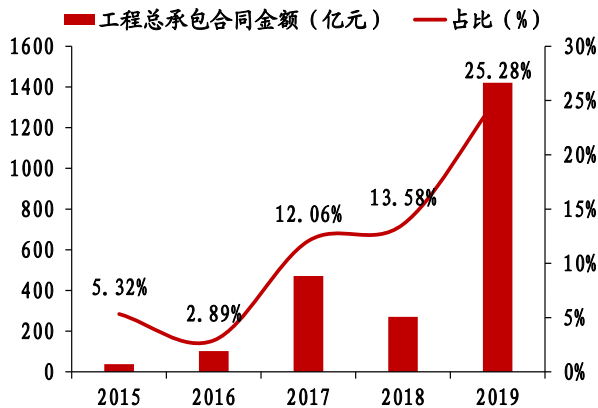
资料来源：Global Infrastructure Hub，浙商证券研究所

注：根据 GI Hub 的报告，当前趋势代表按各国目前投资状况推算的结果，投资需求则是按照可比国家（按照收入划分）水平推算的基建投资占比

### 3.2. 工程总承包+投融资一体化，助力向投资运营商转型

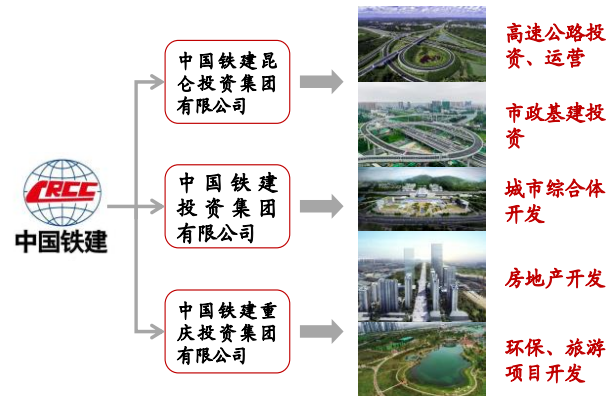
工程承包业务由施工总承包向工程总承包、EPC 总承包模式拓展。2015-2019 年公司所披露的重大经营合同中，工程总承包、EPC 总承包的体量规模和占比逐年增长，2019 年，工程总承包和 EPC 合同金额已占所披露重大合同金额的 25.28%。工程总承包合同模式强化了公司竞争力，和对产业链上下游的掌控，有利于增厚公司利润。未来看，公司将继续将业务向产业链下游推进，即轨交、公路的投资、运营业务，进一步打通投、建、营壁垒，实现项目全生命周期一站式服务。

图 44：工程总承包业务占比大幅提升至 25%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

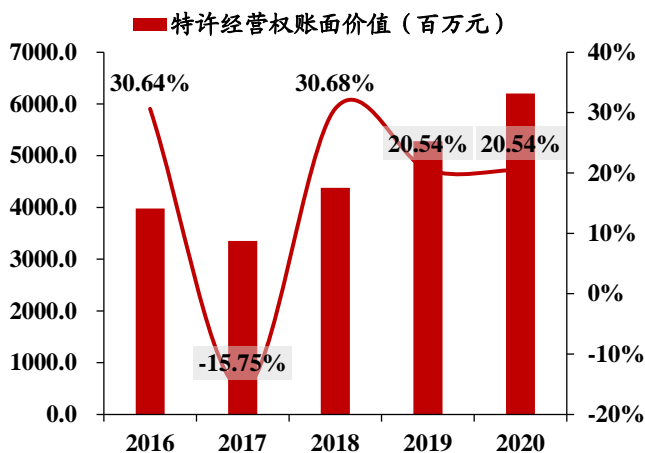
图 45：投资运营布局未来或成利润稳定器



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

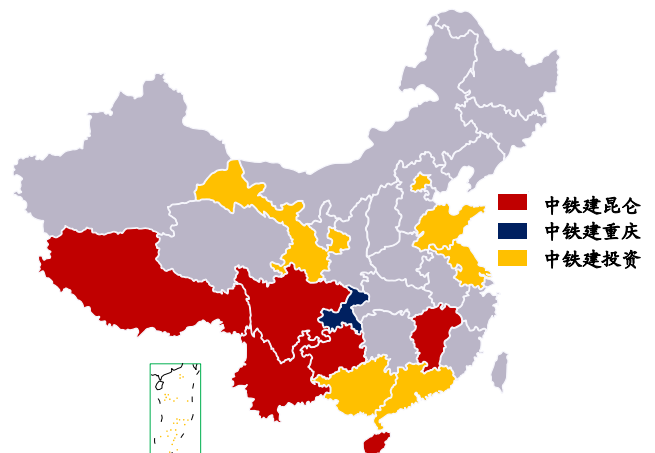
铁建旗下三大国内投资运营平台，专注轨交、高速公路投资、运营，特许经营权对应无形资产逐年增厚。铁建股份三家子公司中铁建重庆投资、中铁建投资、中铁建昆仑负责投资运营业务板块，业务领域包括高速公路投资运营、市政基建投资和房地产项目、环保旅游项目及城市综合体的开发建设。从其投资项目的分布看，中铁建重庆投资集团有限公司深耕重庆市场，先后在渝投资了渝遂、秀松、石黔、潼荣、渝黔扩能、合安、合璧津等 16 条高速公路，总里程 1000 多公里；中铁建昆仑投资集团有限公司全面负责中国铁建在四川、云南、海南、南昌、贵州、西藏等地的投资业务；中铁建投资集团经营足迹遍及全国多个省市，其中山东、广东、广西、甘肃、江苏、四川、云南重点项目较多。

图 46：特许经营权账面价值稳定增长



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 47：三大投资运营平台主要业务分布



资料来源：公司官网，浙商证券研究所



**REITs 时代到来，有望带动盘活公司旗下优质高速公路资产，改善现金流。**根据公司所披露的营收构成，特许经营板块尚未形成一定规模。但从历年收费公路统计公报可知，高速公路运营收入增长稳定，毛利率高。2015-2019 年，平均每公里高速公路实现的年收入逐年增长，虽然收支缺口一直为负，但债务本金及利息偿还占据支出大头，若刨除本息偿还支出，仅计算公路运营相关收入及成本，其毛利率可达 60% 以上，大幅超过公司现有主营业务。考虑到当前公司旗下渝遂高速 REITs 项目已被证监会和上交所受理，我们建议持续关注公司投资运营板块布局动态。

**表 9：高速公路运营业务收入增长稳定，毛利率高**

年份	2015	2016	2017	2018	2019
全国收费公路里程（万公里）	16.4	17.1	16.4	16.8	17.1
收入(亿元)	4097.8	4548.4	5130.2	5552.4	5937.9
平均每公里年收入（百万元）	2.5	2.7	3.1	3.3	3.5
支出(亿元)	7285.1	8691.7	9156.7	9621.8	10787.7
其中：偿还债务本金(亿元)	3497.9	4750.5	4952.8	5066.7	5592.6
偿还债务利息(亿元)	2251.9	2313.3	2495.7	2647.9	2816.9
运营直接成本（亿元）	503.5	1628.0	1708.0	1907.1	2378.1
<b>毛利率（%）</b>	<b>87.7%</b>	<b>64.2%</b>	<b>66.7%</b>	<b>65.7%</b>	<b>60.0%</b>

资料来源：交通运输部，浙商证券研究所

**成立中铁建国际轨道交通运营有限公司，为海外运营业务构建专业平台。**2017 年 12 月 21 日中铁建国际轨道交通运营有限公司正式成立，作为铁路、城轨专业化运营服务商，完成了中国铁建海外产业链的闭环。成立之初，公司已有四项海外运营项目在手，分别为亚吉铁路、尼日利亚阿卡铁路、尼日利亚阿布贾城铁、以色列特拉维夫红线轻轨，合同金额合计 6.25 亿美元；2020 年，海外特许经营业务取得新突破，分别于年初和年末签下哥伦比亚波哥大西部有轨电车和智利 5 号路塔尔卡-奇廉段两大特许经营项目，合同金额分别为 24.77、12 亿美元。

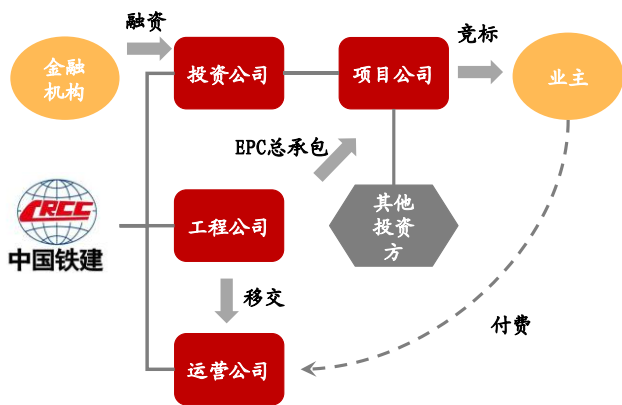
**表 10：公司部分海外特许经营项目**

项目名称	国家	签约时间	投资金额	项目里程
亚吉铁路运营维护项目	埃塞俄比亚、吉布提	2016.7	3.57 亿美元	751.7km
尼日利亚阿卡铁路运营	尼日利亚	2016.7	0.08 亿美元	186.5km
尼日利亚阿布贾城铁运营维护项目	尼日利亚	2017.5	1.25 亿美元	45.245km
以色列特拉维夫红线轻轨运营维护项目	以色列	2017.8	1.35 亿美元	23km
哥伦比亚波哥大西部有轨电车特许经营	哥伦比亚	2020.1	24.77 亿美元	39.64km
智利 5 号路项目塔尔卡-奇廉段	智利	2020.12	12 亿美元	195km

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

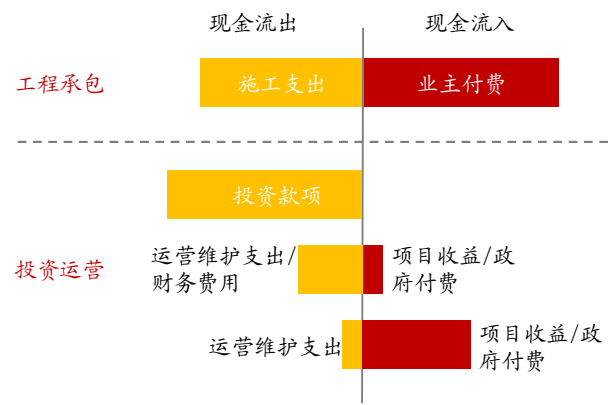
“建营一体化”转型投资运营商，有利于工程承包和特许经营板块之间业务协同，实现业绩“去周期化”。基础设施特许经营的特点是前期投入资金体量大，但运营期间现金流稳定，可以对冲经济周期，平缓营收，而建筑施工总承包具有项目周期短，回款快的特点，从传统工程承包业务向上游延伸至项目开发和投融资环节，向下游延伸至运营管理环节，这一纵向一体化发展战略有利于板块之间现金流和业务协同，具体而言，公司前期通过参与项目投资锁定 EPC 承包机会，助力各工程局开发市场，工程建设完成后则继续由集团运营，获得长期稳定收益，破除了工程承包业务“一锤子买卖”下周期性、毛利率低的问题，保障公司业绩稳定提升。

图 48：项目全生命周期在集团内部实现



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

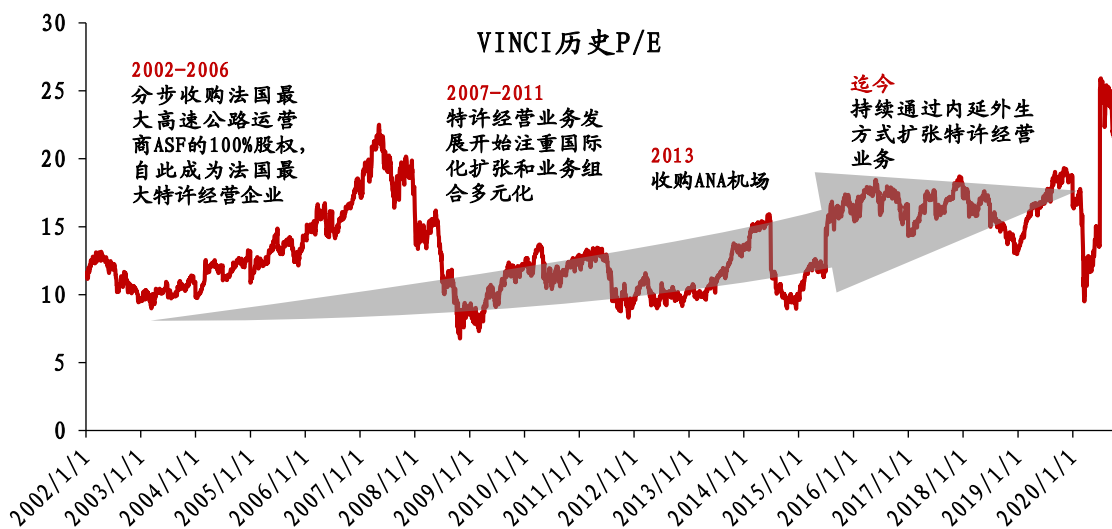
图 49：投资运营与工程承包现金流协同



资料来源：浙商证券研究所

对标头部企业看，法国万喜集团（VINCI）投资运营与工程承包板块双轮驱动，内延外生助力公司估值上升。万喜从工程承包业务起家，自 2002 年起，分步完成对法国最大高速公路运营商 ASF 100% 股权收购，成为法国最大高速公路特许经营企业。内延外生多种方式稳步扩张特许经营业务，工程承包业务也随之水涨船高。运营业务的发展助力公司估值上升，除 2008 年金融危机期间 P/E 暴降外，2002-2020 年间，公司 P/E 值均处于震荡上行区间，自 2002 年 1 月起截至 2020 年末，公司 PE 增长约 170%。

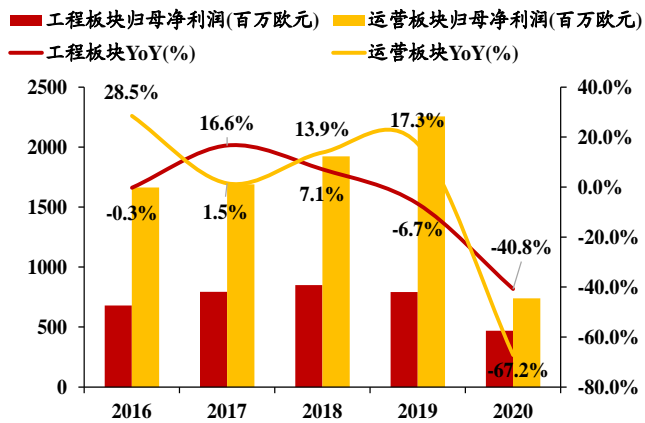
图 50：VINCI 集团运营业务扩张助力 P/E 上升



资料来源：彭博，VINCI 公告，浙商证券研究所

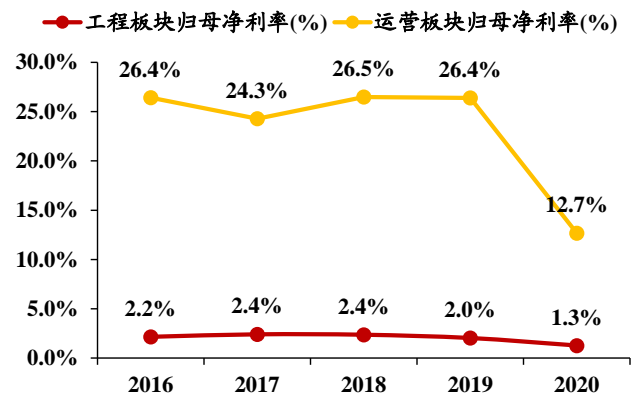
运营板块成长性与盈利性更优，驱动公司利润增长。从成长性看，2016-2020 年间，除 2017 及 2020 年外，运营板块归母净利润增速均高于工程板块，且均超过 10%，从绝对值看，运营板块也远高于工程板块。从盈利性看，2016-2020 年，运营板块归母净利率均远高于工程板块，2020 年受疫情影响，运营板块归母净利率腰斩，但仍比工程板块高 10%以上。因此我们认为运营板块有着高成长和高盈利两大优点。中国铁建在投资运营板块积极布局，与万喜集团对标，这一板块长期或成集团利润稳定器。

图 51：工程与运营板块归母净利润成长性对比



资料来源：VINCI 公告，浙商证券研究所

图 52：运营板块归母净利率远高于工程板块



资料来源：VINCI 公告，浙商证券研究所

## 4. 资本运作：分拆铁建重工上市，多元融资同时提振估值

2020年6月15日，中国铁建发布公告：上交所受理铁建重工科创板上市申请，公司拟募资77.87亿元。2021年1月8日，铁建重工科创板首发过会。待铁建重工拆分上市后，我们认为一方面可以提高公司融资方式的多元化，另一方面可以在铁建重工脱离中国铁建估值体系的情况下提振中国铁建估值。

### 4.1. 铁建重工质地优异，轨交建设潮下具备高成长性

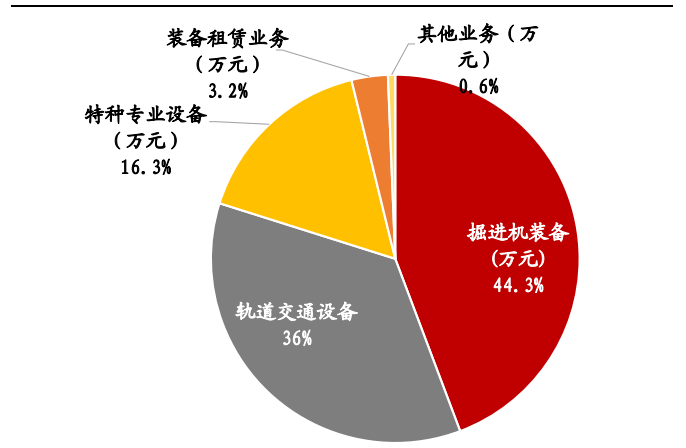
专注高端装备制造，掘进设备、轨交设备和特种装备构成主要销售品类。2019年营业收入中掘进机设备占比44%，轨交设备占比36%，特种专业设备占比16%，除此外公司还涉足装备租赁业务和其他少数业务。掘进机设备包括盾构机、岩石隧道掘进机和顶管机三大类；轨道交通设备包括铁路道岔、弹条扣件、闸片、闸瓦和预埋槽道几类；特种专业设备则包括钻爆法隧道施工装备、煤矿施工设备、矿山施工设备及高端农业机械等。

图 53：铁建重工主要产品



资料来源：铁建重工招股书，浙商证券研究所

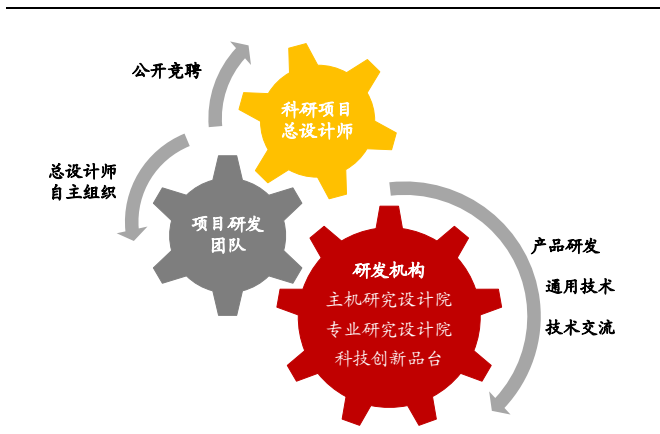
图 54：2019 年，铁建重工营收构成



资料来源：铁建重工招股书，浙商证券研究所

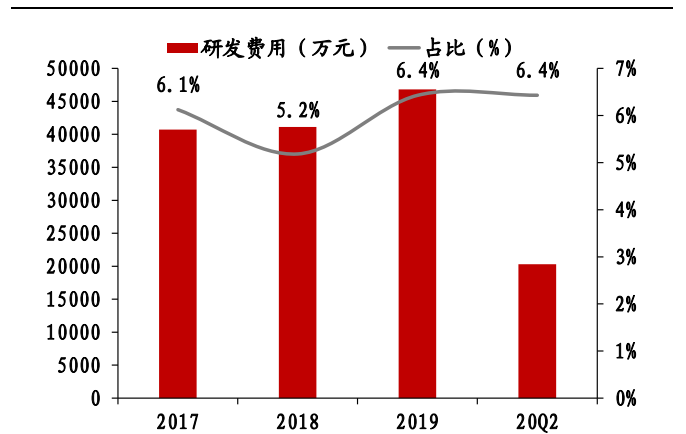
研发项目制叠加高研发投入，公司核心技术储备充足。公司有“主机院+专业院+实验中心+科技发展部+科技创新平台”的研发组织架构和“公开竞聘+团队自组织”的项目制研发模式，构建了快速反应、高效输出的研发架构。过去三年，公司研发投入均超过四亿元，研发费用平均占比高达6.0%，技术储备充足，部分高端装备达到国际领先水平。

图 55：铁建重工研发模式



资料来源：铁建重工招股书，浙商证券研究所

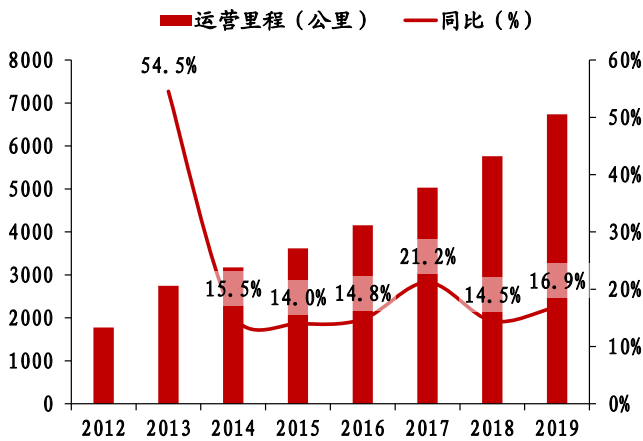
图 56：2017-20Q2 铁建重工研发费用平均占比 6.0%



资料来源：铁建重工招股书，浙商证券研究所

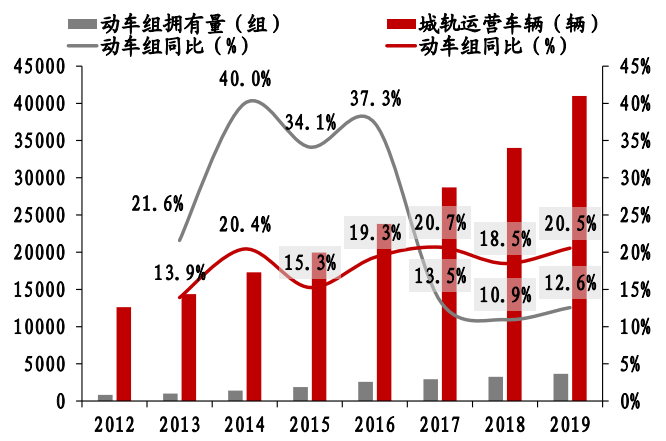
高端装备制造行业市场空间广阔，直接融资有望加速铁建重工业务扩张，增厚集团利润。公司在掘进机设备、轨道交通设备、特种专业装备领域深耕多年，主营业务增长与我国轨道交通和铁路建设等投资增长密切相关。过去三年我国城市轨道交通运营里程、铁路运营里程及动车和城轨车辆保有量增长平稳，根据《交通强国建设纲要》等文件，未来五年相关行业仍将保持稳定增长。公司近三年营收与毛利略有波动，但净利率持续走高，2018年同比增长3.2pct，2019年同比增长0.7pct，体现公司管理不断优化，但随着业务扩张和投资增加，公司近年应收账款占比增高，2019年应收账款占流动资产比例达47.2%，2020年中占比达50.1%。我们认为直接融资将有望加速铁建重工业务扩张，在交通强国政策背景下增厚公司利润。

图 57：城市轨道交通运营里程稳定增长



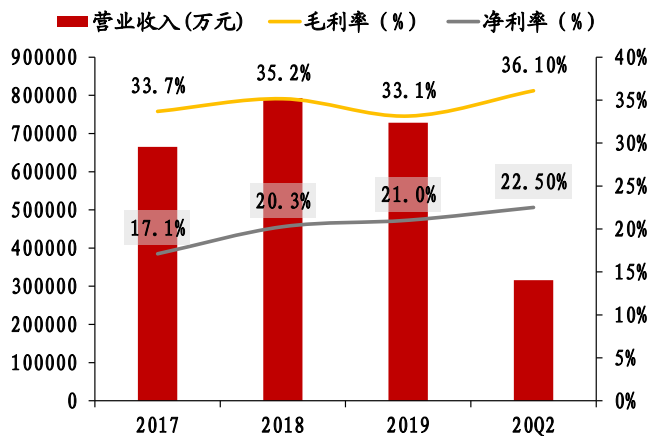
资料来源：中国城市轨道交通协会，浙商证券研究所

图 58：动车组及城轨运营车辆保有量稳定增长



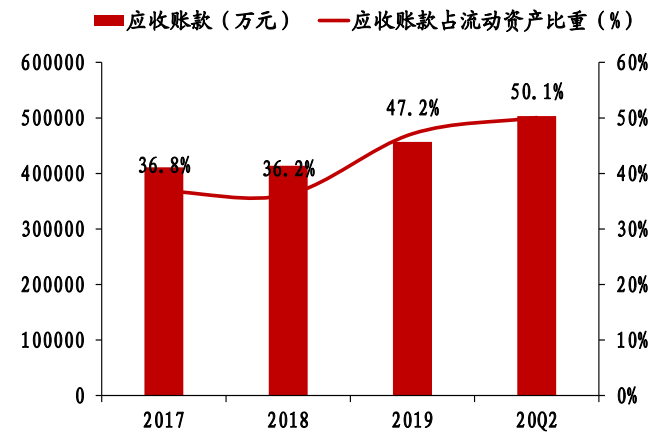
资料来源：铁建重工招股书，浙商证券研究所

图 59：铁建重工营收及利润稳定



资料来源：铁建重工招股书，浙商证券研究所

图 60：业务扩张应收账款占比提高



资料来源：铁建重工招股书，浙商证券研究所

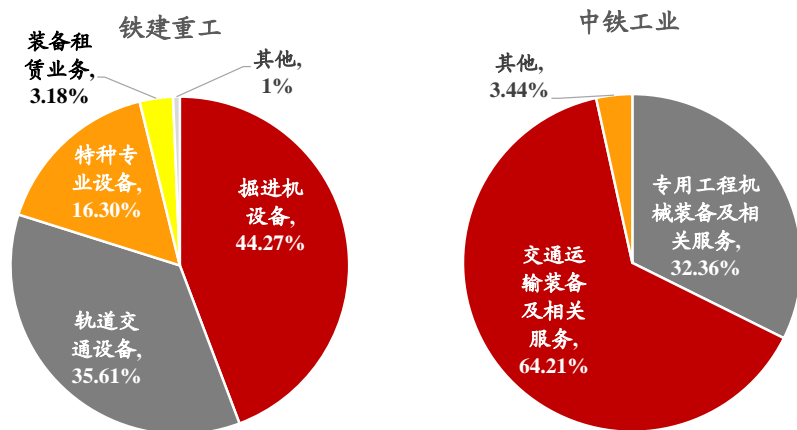
## 4.2. 对标机械设备行业估值水平，分拆上市或将上拨整体估值

从业务结构、发展前景、盈利能力等指标看，当下铁建重工估值可对标中铁工业。在 A 股上市公司中，中铁工业与铁建重工综合相似度较高：

1) 从股权结构看，两者股权结构相似，在上市前分别为中国中铁与中国铁建的全资子公司；

2) 从主业角度看，两者主营业务重合度高，皆包括以盾构机为代表的隧道施工设备和其他铁路施工设备以及以道岔为代表的交通运输装备，重合业务在两公司营收占比皆在 80% 以上，因此可认为其经营风险较为相似；

图 61：2019 中铁工业与铁建重工营收构成对比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3) 业绩端，2018-2020 年，铁建重工营收、归母净利润有所波动，而中铁工业保持稳定增长。业务结构差别导致铁建重工毛利率、净利率更高。综合而言，可采用中铁工业作为可比公司，对铁建重工进行估值。

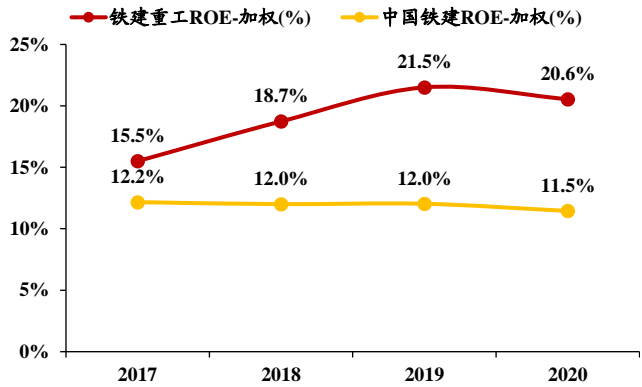
表 11：铁建重工与中铁工业业绩对比（单位：亿元）

年份	铁建重工						中铁工业					
	营收	yoy	归母净利	yoy	毛利率	净利率	营收	yoy	归母净利	yoy	毛利率	净利率
2017	66.51	-	11.37	-	33.68%	17.10%	158.9		13.39		20.36%	8.43%
2018	79.31	19.24%	16.07	41.26%	35.16%	20.26%	179.0	12.67%	14.81	10.56%	20.37%	8.27%
2019	72.82	-8.19%	15.30	-4.79%	33.13%	21.01%	205.8	14.96%	16.27	9.84%	20.29%	7.91%
2020	76.11	4.52%	15.67	2.45%	34.39%	20.59%	242.9	18.06%	18.26	12.26%	17.91%	7.52%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

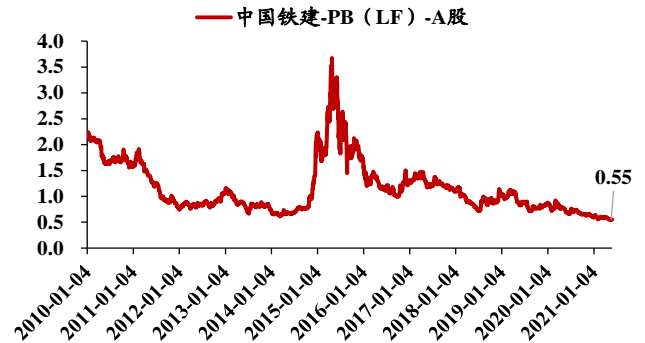
截至 2021 年 5 月 26 日，中国铁建在 A 股 PB (LF) 仅为 0.55 倍，处于历史绝对底部位置。按照分布估值逻辑，分拆上市有望带动铁建整体估值中枢上移。2020 年铁建重工归母净利润/净资产分别为 15.67/82.97 亿元，ROE 显著高于母公司中国铁建，但在母公司体系内难以得到合理估值。我们认为，鉴于铁建重工所在的专用设备制造行业估值水平普遍高于母公司中国铁建，分拆上市后，一方面可以提高公司融资方式的多元化，另一方面或将带来中国铁建价值重估。

图 62: 铁建重工 ROE 显著高于母公司中国铁建



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 63: 中国铁建 A 股市净率已处历史底部



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2018 年初至今, 中铁工业 PE/PB 估值水平分别 15.24 倍、1.41 倍。基于 2021 年 6 月 1 日收盘价, 中铁工业 PB (LF) 为 0.99 倍, 三年平均 PB(LF) 为 1.36 倍。考虑到铁建重工 ROE 高于中铁工业, 我们保守地以中铁工业当前 PB 估值水平作为铁建重工估值参照, 按分部估值法 (假设除铁建重工外估值不变), 测算得到中国铁建 PB 估值水平将由 0.546 倍提升至 0.565 倍, 增幅 3.50%。

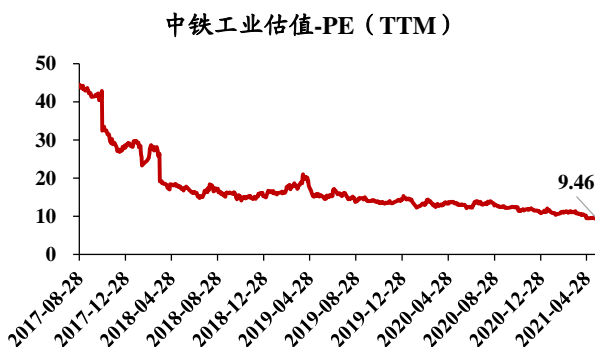
表 12: 分部估值逻辑下, 铁建重工上市有望带动铁建估值中枢上移 (2021.6.1)

代码	公司	市值 (亿元)	每股净资产 (元/股)	总股本 (亿股)	净资产 (亿元)	PB (LF)
601186.SH	中国铁建	1039	14.00	136	1,901	0.546
600528.SH	中铁工业 (可比公司)	187	8.56	22	190	0.986
688425.SH	铁建重工	82	2.15	39	83	0.986
-	除铁建重工部分	994	-	-	1819	-
分部估值逻辑下, 中国铁建市值 (重估)		1075	-	-	1,901	0.565

资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

注: 表中铁建重工市值为参照中铁工业当前 PB 估值水准, 测算所得。

图 64: 2018 年至今中铁工业平均 PE 为 15 倍



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 65: 2018 年至今中铁工业平均 PB 为 1.41 倍



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 5. 盈利预测及估值

### 5.1. 盈利预测

#### (1) 订单回顾

2015-2020年，中国铁建核心五大业务板块各业务板块新签订单、未完成订单情况分列如下。总体看，“十三五”期间，公司新订单保障系数、总订单保障系数总体持续提升，主业稳健发展。

**表 13：2015-2020 年新签订单情况**

单位：百万元	2015	2016	2017	2018	2019	2020
新签合计	948,759	1,219,107	1,508,312	1,584,472	2,006,854	2,554,289
yoy		28%	24%	5%	27%	27%
其中：工程承包	807,438	1,059,251	1,293,185	1,352,355	1,730,653	2,220,745
YOY		31%	22%	5%	28%	28%
其中：房地产开发	36,614	49,480	68,413	93,455	125,418	126,524
YOY		35%	38%	37%	34%	1%
其中：勘察设计咨询	11,346	12,512	17,078	17,711	14,928	22,554
YOY		10%	36%	4%	-16%	51%
其中：工业制造	16,427	19,962	28,376	24,388	25,797	34,512
YOY		22%	42%	-14%	6%	34%
其中：物流与物资贸易+其他	76,934	77,901	101,261	96,563	110,058	149,955
YOY		1%	30%	-5%	14%	36%
当期营收	600,539	629,327	680,981	730,123	830,452	910,325
YOY		4.79%	8.21%	7.22%	13.74%	9.62%
新订单保障系数	1.58	1.94	2.21	2.17	2.42	2.81

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**表 14：2015-2020 年未完成订单情况**

单位：百万元	2015	2016	2017	2018	2019	2020
未完成订单合计	1,808,528	1,977,769	2,396,630	2,708,700	3,273,636	4,318,927
yoy		9%	21%	13%	21%	32%
其中：工程承包	1,690,269	1,812,989	2,147,289	2,363,651	2,933,452	3,831,038
YOY		7%	18%	10%	24%	31%
其中：房地产开发	28,035	38,045	66,144	122,607	82,900	155,767
YOY		36%	74%	85%	-32%	88%
其中：勘察设计咨询	5,066	6,291	8,625	10,854	11,352	19,131
YOY		24%	37%	26%	5%	69%
其中：工业制造	7,323	12,317	24,692	31,555	37,651	50,807
YOY		68%	100%	28%	19%	35%
其中：物流与物资贸易+其他	77,835	108,127	149,880	180,033	208,281	262,184
YOY		39%	39%	20%	16%	26%
当期营收	600,539	629,327	680,981	730,123	830,452	910,325
总订单保障系数	-	5.07	5.73	5.87	6.35	7.54

资料来源：公司公告，浙商证券研究所



## (2) 订单、营收预测

我们根据各业务板块新签订单、在手订单情况，参考公司历史订单转换率，按业务板块分别对公司订单、营收进行预测。

**工程承包业务：**公司“十三五”后半段在手订单储备充足，我们认为上述储备项目有望于“十四五”前期陆续开工建设。假设 21-23 年新签订单增速均为 10.00%，订单营收转换率均为 14.00%，预计 21-23 年板块营收分别 8783 亿元、9665 亿元、10588 亿元，同比分别+7.99%、10.04%、9.55%。

**表 15：工程承包板块订单、营收预测（单位：百万元）**

工程承包	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
当年新签订单金额	1,352,355	1,730,653	2,220,745	2,442,819	2,687,101	2,955,811
YOY	4.58%	27.97%	28.32%	10.00%	10.00%	10.00%
实际在手订单金额	2,363,651	2,933,452	3,831,038	4,316,414	4,829,624	5,381,292
YOY	10.08%	24.11%	30.60%	12.67%	11.89%	11.42%
理论在手订单金额	2,864,896	3,369,759	4,340,863	5,395,517	6,037,029	6,726,616
在手订单调整系数	82.50%	87.05%	88.26%	80.00%	80.00%	80.00%
订单营收转化率	18.14%	17.70%	15.78%	14.00%	13.80%	13.60%
营业收入	<b>634748</b>	<b>724545</b>	<b>813334</b>	<b>878340</b>	<b>966485</b>	<b>1058819</b>
YOY	8.67%	14.15%	12.25%	7.99%	10.04%	9.55%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**房地产开发业务：**预计 19 年预售商品房于 21 年进入竣工交付期，并基于 20 年新增规划建面同比+23.08%，新开工面积同比+10.34%。假设：（1）21-23 年竣工面积同比分别+15.00%、3.00%、3.00%；（2）自 2018 年起，结转面积/竣工面积比在 55%~63%区间内波动，假设 21-23 年该比值均为 58.00%；（3）由于我国商品房普遍采取预售制，故当期结转均价通常滞后销售均价，根据公司地产销售均价历史数据和 2020 年年报披露结转均价 1.06 万/m<sup>2</sup>，我们假设 21-23 年结转均价同比分别+11.00%、3.00%、3.00%。预计 21-23 年板块营收分别 506 亿元、547 亿元、580 亿元，同比分别+23.58%、8.15%、6.09%。

**表 16：房地产板块历年业务数据一览**

	年度新增规划总建面 (万 m <sup>2</sup> )	yoy	开工面积 (万 m <sup>2</sup> )	yoy	销售面积 (万 m <sup>2</sup> )	yoy
2020	1241.14	23.08%	1477.45	10.34%	865.87	0.67%
2019	1008.39	2.17%	1338.97	35.39%	860.13	29.52%
2018	986.93	5.54%	988.95	38.80%	664.10	28.38%
2017	935.08	34.98%	712.52	35.57%	517.31	18.12%
2016	692.76		525.59		437.94	

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**表 17：房地产板块营收预测**

房地产	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	38320	42587	36914	41297	40929	50579	54702	58033
YOY	33.66%	11.14%	-13.32%	11.88%	-0.89%	23.58%	8.15%	6.09%
竣工面积（万 m <sup>2</sup> ）	456	439	695	650	647	743	781	804
YOY		-3.71%	58.40%	-6.53%	-0.54%	15.00%	5.00%	3.00%
销售金额（亿元）	495	684	935	1254	1265			
YOY	35.14%	38.26%	36.61%	34.20%	0.88%			
销售均价(万元/m <sup>2</sup> )	1.13	1.32	1.41	1.46	1.46			
YOY	13.22%	17.05%	6.41%	3.62%	0.21%			
结转面积（万 m <sup>2</sup> ）	361	422	385	410	387	431	444	457
结转面积/竣工面积	79.13%	96.15%	55.38%	63.13%	59.91%	58.00%	58.00%	58.00%
结转均价(万元/m <sup>2</sup> )	1.06	1.01	0.96	1.01	1.06	1.17	1.21	1.24
YOY		-5.00%	-5.00%	5.00%	5.00%	11.00%	3.00%	3.00%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

注：公司 2019 年及之前年份未披露地产结转面积数据，表中灰色区域数据系根据 2020 年结转面积、当期营收、结转均价推算得出。

**工业制造业务：**公司该部分业务主要由子公司铁建重工承担，从板块细分看，主要由掘进机装备业务、轨道交通设备业务、特种专业装备业务构成，此类重型施工机械和轨交配件产品主要用于隧道、铁路等基建工程领域，板块订单增速与工程承包中铁路、公路板块订单增速相适配。假设 21-23 年新签订单增速分别 12.00%、8.00%、8.00%，订单营收转换率分别 22.00%、21.00%、20.00%，预计 21-23 年板块营收分别 196 亿元、224 亿元、247 亿元，同比分别+9.04%、13.79%、10.24%。

**表 18：工业制造板块订单、营收预测（单位：百万元）**

工业制造	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
当年新签订单金额	24388	25797	34512	38653	41745	45085
YOY	-14.05%	5.78%	33.78%	12.00%	8.00%	8.00%
实际在手订单金额	31555	37651	50807	64894	78348	91834
YOY	27.80%	19.32%	34.94%	27.73%	20.73%	17.21%
理论在手订单金额	32597	39247	54113	69779	84245	98746
在手订单调整系数	96.80%	95.93%	93.89%	93.00%	93.00%	93.00%
订单营收转化率	33.58%	31.57%	25.01%	22.00%	21.00%	20.00%
营业收入	16482	18105	18049	19681	22394	24687
YOY	15.78%	9.84%	-0.31%	9.04%	13.79%	10.24%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**勘察设计与咨询业务：**假设 21-23 年新签订单增速分别 15.00%、20.00%、20.00%，订单营收转换率分别 48.00%、46.00%、44.00%，预计 21-23 年板块营收分别 216 亿元、262 亿元、313 亿元，同比分别+17.19%、21.00%、19.60%。

**表 19：勘察设计与咨询板块订单、营收预测（单位：百万元）**

勘察、设计及咨询	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
当年新签订单金额	17711	14928	22554	25937	31124	37349
YOY	3.71%	-15.71%	51.08%	15.00%	20.00%	20.00%
实际在手订单金额	10854	11352	19131	25779	33800	43828
YOY	25.84%	4.59%	68.52%	34.75%	31.12%	29.67%
理论在手订单金额	9630	7698	15446	23435	30728	39844
在手订单调整系数	112.71%	147.48%	123.86%	110.00%	110.00%	110.00%
订单营收转化率	63.43%	70.14%	54.45%	48.00%	46.00%	44.00%
<b>营业收入</b>	<b>16706</b>	<b>18085</b>	<b>18460</b>	<b>21633</b>	<b>26175</b>	<b>31306</b>
YOY	14.91%	8.25%	2.08%	17.19%	21.00%	19.60%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**物流贸易与其他业务：**假设 21-23 年新签订单增速分别 20.00%、15.00%、12.00%，订单营收转换率分别 22.00%、20.00%、18.00%，预计 21-23 年板块营收分别 973 亿元、1117 亿元、1238 亿元，同比分别+26.94%、14.88%、10.78%。

**表 20：物流贸易与其他板块订单、营收预测（单位：百万元）**

物流与物资贸易及其他	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
当年新签订单金额	96563	110058	149955	179946	206938	231770
YOY	-4.64%	13.98%	36.25%	20.00%	15.00%	12.00%
实际在手订单金额	180033	208281	262184	351759	455896	575165
YOY	20.12%	15.69%	25.88%	34.16%	29.60%	26.16%
理论在手订单金额	181836	218233	281612	344861	446957	563887
在手订单调整系数	99.01%	95.44%	93.10%	102.00%	102.00%	102.00%
订单营收转化率	26.22%	24.77%	21.39%	22.00%	20.00%	18.00%
<b>营业收入</b>	<b>64607</b>	<b>71857</b>	<b>76625</b>	<b>97269</b>	<b>111739</b>	<b>123780</b>
YOY	9.19%	11.22%	6.63%	26.94%	14.88%	10.78%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**内部抵消：**假设 21-23 年营收内部抵消率均为 5%，预计 21-23 年板块营收抵消分别 534 亿元、591 亿元、648 亿元。

**表 21：内部抵消预测（单位：百万元）**

内部抵消	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	-39334	-43437	-57072	-53375	-59075	-64831
内部抵消率	-5.11%	-4.97%	-5.90%	-5.00%	-5.00%	-5.00%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

注：内部抵消率=内部抵消营收/各业务板块营收

综合以上各业务板块预测情况，我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别 10141 亿元、11224 亿元、12318 亿元，同比增速分别+11.40%、10.68%、9.74%。

### (3) 利润预测

2016-2020年,公司主业工程承包板块毛利率总体持续提升,我们预计2021-2023年,该板块毛利率较2020年小幅提升并保持稳定,其余板块毛利率按偏保守考虑维稳。

**表 22: 2018、2019 年成本拆分表 (单位: 亿元)**

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>总营收 (单位: 亿元)</b>	<b>6293</b>	<b>6810</b>	<b>7301</b>	<b>8305</b>	<b>9103</b>	<b>10141</b>	<b>11224</b>	<b>12318</b>
<b>yoy</b>	4.79%	8.21%	7.22%	13.74%	9.62%	11.40%	10.68%	9.74%
工程承包	5401	5841	6347	7245	8133	8783	9665	10588
房地产	495	684	935	1254	1265	1392	1503	1623
工业制造	200	284	244	258	345	387	417	451
勘察、设计及咨询	125	171	177	149	226	259	311	373
物流与物资贸易及其他	779	1013	966	1101	1500	1799	2069	2318
内部抵消	-230	-337	-393	-434	-571	-534	-591	-648
<b>综合毛利率</b>	<b>9.21%</b>	<b>9.24%</b>	<b>9.78%</b>	<b>9.64%</b>	<b>9.26%</b>	<b>9.22%</b>	<b>9.30%</b>	<b>9.34%</b>
工程承包	6.85%	6.87%	7.27%	7.46%	7.21%	7.23%	7.23%	7.23%
房地产	22.98%	18.95%	24.60%	21.37%	20.33%	20.00%	19.50%	19.50%
工业制造	25.05%	25.92%	25.97%	22.76%	23.97%	23.50%	23.50%	23.50%
勘察、设计及咨询	30.12%	32.90%	34.12%	32.06%	33.36%	33.00%	33.00%	33.00%
物流与物资贸易及其他	10.97%	11.04%	11.48%	12.15%	9.72%	10.00%	10.00%	10.00%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

综合测算得到 2021-2023 年, 公司归母净利润分别 255 亿元、289 亿元、323 亿元, 同比分别+13.66%、13.37%、11.79%。

**表 23: 简易盈利预测表 (单位: 亿元)**

	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>9103</b>	<b>10141</b>	<b>11224</b>	<b>12318</b>
<b>YOY</b>		<b>11.40%</b>	<b>10.68%</b>	<b>9.74%</b>
<b>营业成本</b>	<b>8260</b>	<b>9206</b>	<b>10180</b>	<b>11167</b>
<b>YOY</b>		<b>11.46%</b>	<b>10.58%</b>	<b>9.70%</b>
<b>毛利率</b>	<b>9.26%</b>	<b>9.22%</b>	<b>9.30%</b>	<b>9.34%</b>
<b>净利润</b>	<b>224</b>	<b>255</b>	<b>289</b>	<b>323</b>
<b>YOY</b>		<b>13.66%</b>	<b>13.37%</b>	<b>11.79%</b>

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

## 5.2. 估值及评级

从相对估值角度看:

中国铁建属于全球顶级建筑承包商, 在国内位列建筑央企第一梯队。我们选取建筑行业头部企业: 中国建筑、中国中铁、中国交建和中国中冶, 作为可比公司, 得到行业 2021/2022 年 PE 均值分别 5.0 倍、4.4 倍, 当前行业 PB 均值 0.65 倍, 中国铁建作为行业龙头, 公司 2021 年 6 月 1 日股价对应 2021/2022 年 PE 仅 4.1 倍、3.6 倍, PB 仅为 0.55 倍, 低于行业同体量公司平均估值水平约 20%, 并处于公司历史估值底部位置。我们预计公司 2021-2023 年净利润复合增速+12.58%, 高于上述四家公司净利润增速预期均值+11.23%。基于此, 我们认为当前公司价值低估。

考虑到行业可比公司相对估值情况, 首次覆盖, 我们给予“增持”评级。

**表 24：可比公司估值表（2021.6.1）**

证券代码	证券简称	市值	PE					PB	ROE
		亿元	2020A	TTM	2021E	2022E	2023E	LF	2020A
601668.SH	中国建筑	2,060	4.6	4.3	4.1	3.7	-	0.71	-
601390.SH	中国中铁	1,327	5.3	4.7	4.7	4.2	3.8	0.62	9.9%
601800.SH	中国交建	1,094	6.8	6.0	5.7	5.1	4.7	0.50	6.6%
601618.SH	中国中冶	630	8.0	7.8	7.0	6.2	5.4	0.79	8.0%
<b>加权平均</b>		-	<b>5.6</b>	<b>5.2</b>	<b>5.0</b>	<b>4.4</b>	<b>4.4</b>	<b>0.65</b>	-
<b>601186.SH</b>	<b>中国铁建</b>	1,039	<b>4.6</b>	<b>4.3</b>	<b>4.1</b>	<b>3.6</b>	<b>3.2</b>	<b>0.55</b>	8.8%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：除中国铁建外，表内其余公司对应数据采用 Wind 一致预期

## 6. 风险提示

- 1、基建投资增速不及预期；
- 2、房地产开发及销售增速不及预期；
- 3、物流贸易增速不及预期。

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	860768	914585	1003429	1079147
现金	187997	200140	220543	233968
交易性金融资产	587	2506	2227	1773
应收账款	143939	160665	179307	196892
其它应收款	0	0	0	0
预付账款	24316	27648	31185	33541
存货	232359	240518	272242	301512
其他	271569	283107	297925	311460
<b>非流动资产</b>	382025	395118	421715	445589
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	70621	81214	93396	107406
固定资产	56112	59099	61286	63990
无形资产	70372	79454	88390	97566
在建工程	7552	6455	5881	5671
其他	177368	168894	172762	170957
<b>资产总计</b>	1242793	1309702	1425145	1524736
<b>流动负债</b>	769625	797381	863799	910188
短期借款	49879	46314	48097	47205
应付款项	433618	484197	534909	587059
预收账款	126	149	160	178
其他	286001	266720	280633	275746
<b>非流动负债</b>	159529	173236	193349	214090
长期借款	111018	128415	147940	167942
其他	48511	44820	45408	46148
<b>负债合计</b>	929154	970616	1057147	1124278
少数股东权益	59341	63154	67539	72582
归属母公司股东权	254298	275932	300458	327876
<b>负债和股东权益</b>	1242793	1309702	1425145	1524736
<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	40109	30659	37124	35823
净利润	25709	29265	33240	37299
折旧摊销	15625	4676	4899	5132
财务费用	3253	4687	4631	5277
投资损失	930	(17)	444	452
营运资金变动	25807	6409	24986	18136
其它	(31214)	(14360)	(31075)	(30472)
<b>投资活动现金流</b>	(50298)	(26658)	(29237)	(30343)
资本支出	(7157)	(5508)	(5428)	(6512)
长期投资	(22873)	(10593)	(12182)	(14009)
其他	(20267)	(10557)	(11626)	(9821)
<b>筹资活动现金流</b>	38239	8142	12516	7945
短期借款	7130	(3565)	1782	(891)
长期借款	23082	17397	19525	20001
其他	8027	(5690)	(8791)	(11165)
<b>现金净增加额</b>	28051	12143	20403	13425

<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	910325	1014127	1122421	1231793
营业成本	825987	920617	1017984	1116711
营业税金及附加	3733	4564	5051	5543
营业费用	5668	6314	6988	7669
管理费用	19038	20790	22448	23404
研发费用	18606	21297	24132	27099
财务费用	3253	4687	4631	5277
资产减值损失	(1023)	(905)	(1427)	(1350)
公允价值变动损益	106	179	314	199
投资净收益	(930)	17	(444)	(452)
其他经营收益	1531	1005	1077	1204
<b>营业利润</b>	31021	36154	40705	45691
营业外收支	470	217	362	350
<b>利润总额</b>	31491	36371	41067	46040
所得税	5782	7107	7827	8741
<b>净利润</b>	25709	29265	33240	37299
少数股东损益	3316	3813	4385	5043
<b>归属母公司净利润</b>	22393	25452	28855	32256
EBITDA	54965	48774	54309	60232
EPS (最新摊薄)	1.65	1.87	2.12	2.38
<b>主要财务比率</b>				
	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入	9.62%	11.40%	10.68%	9.74%
营业利润	12.28%	16.55%	12.59%	12.25%
归属母公司净利润	10.87%	13.66%	13.37%	11.79%
<b>获利能力</b>				
毛利率	9.26%	9.22%	9.30%	9.34%
净利率	2.82%	2.89%	2.96%	3.03%
ROE	7.78%	7.80%	8.16%	8.40%
ROIC	6.98%	7.26%	7.41%	7.63%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	74.76%	74.11%	74.18%	73.74%
净负债比率	20.39%	20.84%	21.41%	21.70%
流动比率	1.12	1.15	1.16	1.19
速动比率	0.82	0.85	0.85	0.85
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.78	0.79	0.82	0.84
应收帐款周转率	7.66	7.66	7.66	7.66
应付帐款周转率	2.45	2.48	2.46	2.45
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.65	1.87	2.12	2.38
每股经营现金	2.95	2.26	2.73	2.64
每股净资产	18.73	20.32	22.13	24.14
<b>估值比率</b>				
P/E	4.64	4.08	3.60	3.22
P/B	0.41	0.38	0.35	0.32
EV/EBITDA	3.19	3.64	3.46	3.29

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准定义如下:

- 1、买入 : 相对于沪深 300 指数表现 + 20 % 以上;
- 2、增持 : 相对于沪深 300 指数表现 + 10 % ~ + 20 %;
- 3、中性 : 相对于沪深 300 指数表现 - 10 % ~ + 10 % 之间波动;
- 4、减持 : 相对于沪深 300 指数表现 - 10 % 以下。

## 行业的投资评级:

以报告日后的 6 个月内行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准定义如下:

- 1、看好 : 行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10%以上;
- 2、中性 : 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10%以上;
- 3、看淡 : 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10%以下。

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取决于个人的实际情况比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司(已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格经营许可证编号为: Z39833000)制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料但浙商证券股份有限公司及其关联机构(以下统称“本公司”)对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断在任何情况下本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有未经本公司事先书面授权任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的应当注明本报告发布人和发布日期并提示使用本报告的风险。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。

## 浙商证券研究所

上海总部地址: 杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址: 北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址: 深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码: 200127

电话: (8621) 80108518

传真: (8621) 80106010

浙商证券研究所: <http://research.stocke.com.cn>