

中国中铁 (601390. SH)

基建龙头，开路先锋

买入

核心观点

基建央企龙头，经营量质齐升。公司于2007年上市，是全球领先的特大型综合建设集团。截至2022Q3，公司新签合同额19831亿元，同增35.2%；营业收入8501亿元，同增10.4%；归母净利润230亿元，同增11.5%。公司基建业务处行业领先，另开展了水利水电、金融物贸等相关多元业务。

行业：“稳增长”目标明确，新老基建齐头并进。1) 专项债前置发力，基建投资持续回暖：2022年1-11月，全国固定资产投资累计同增5.3%，资金来源中国家预算内资金同比高增38%；2) 交通领域投资持续高增，两路一轨空间仍在：铁路领域当前人均铁路里程明显低于其他发达经济体，公路领域投资基数大且增速平稳，轨交建设需求较大；3) 电力、水利投资加码，相关需求旺盛：新能源投资加码，预测“十四五”风光发电年均建安工程市场规模1738亿元，水利工程投资高增，2022年1-11月我国水利建设投资10085亿元，较去年全年增长33%。

公司：基建主业稳固，水利等新业务高增。1) 基建主业根基稳固，结构持续优化：公司铁路/公路/轨交市占率分别超45%/35%/10%，基建业务收入占比约86.5%，其中毛利率较高的市政业务占比提升，而毛利率较低的铁路业务占比减少；2) 布局水利等新兴领域，加速开启第二增长曲线：2022Q3，“第二曲线”业务新签合同额2766.3亿元，占基建业务新签比例15.8%，其中水利水电新签合同额1222.3亿元，同增682%；3) 财务指标稳健，股权激励促发展：公司基于稳健经营，持续深化国企改革，激发集团经营活力。

展望：基建头部效应增强，国际工程复苏可期。1) 建筑央企集中度快速提升，中铁作为基建龙头受益确定性强。2022Q3八大建筑央企新签合同额增速显著高于市场总体水平，公司前三季度新签合同额市占8.5%，仅次于中国建筑。2) “一带一路”市场广阔，国际工程复苏可期。2022Q3公司境外新签合同额同增38%，占公司总体新签6%。

估值与投资建议：基建央企龙头，经营量质齐升，“稳增长”背景下，主业基建+新兴业务水利工程增长可期。预计公司2022-2024年归母净利润284/320/362亿元，每股收益1.15/1.30/1.48元，对应回当前股价PE为4.76/4.21/3.70X。公司合理估值6.5-8.5元，较当前股价有18.8%-55.4%溢价，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济波动风险；项目投资风险；国际投资经营风险；财务风险；同业竞争风险；盈利预测与估值风险等。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	974,749	1,073,272	1,186,502	1,312,864	1,455,704
(+/-%)	14.6%	10.1%	10.5%	10.7%	10.9%
净利润(百万元)	25188	27618	28344	31922	36075
(+/-%)	6.4%	9.6%	2.6%	12.6%	13.0%
每股收益(元)	1.03	1.12	1.15	1.30	1.47
EBIT Margin	4.6%	4.6%	4.2%	4.3%	4.3%
净资产收益率(ROE)	9.9%	10.0%	10.0%	10.9%	12.0%
市盈率(PE)	5.3	4.9	4.7	4.2	3.7
EV/EBITDA	19.0	19.5	19.9	19.3	19.1
市净率(PB)	0.53	0.49	0.47	0.46	0.45

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

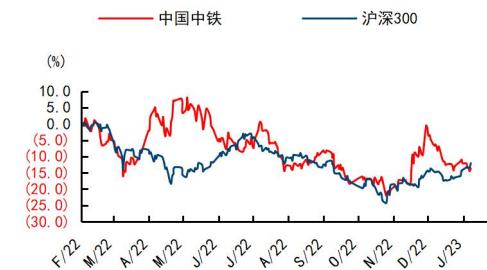
建筑装饰·基础建设

证券分析师：任鹤 010-88005315 renhe@guosen.com.cn S0980520040006
联系人：朱家琪 021-60375435 zhujiaqi@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(首次覆盖)
合理估值	6.50-8.50元
收盘价	5.52元
总市值/流通市值	136632/136632百万元
52周最高价/最低价	7.32/4.96元
近3个月日均成交额	610.55百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

基建央企龙头，经营量质齐升	6
源自铁道部，基建央企龙头	6
经营量质齐升，主营“市政”+“两路”基建业务	6
行业：“稳增长”目标明确，新老基建齐头并进	8
专项债前置发力，基建投资持续回暖	8
交通领域投资持续高增，两路一轨空间仍在	12
电力、水利投资加码，相关需求旺盛	14
公司：基建主业稳固，水利等新业务高增	17
基建主业根基稳固，结构持续优化	17
布局水利等新兴领域，加速开启第二增长曲线	21
财务指标稳健，股权激励促发展	23
展望：基建头部效应增强，国际工程复苏可期	27
基建头部效应增强，中铁作为基建龙头受益确定性强	27
国际经营环境严峻，但复苏可期	28
盈利预测	30
假设前提	30
未来3年盈利预测	32
估值与投资建议	32
绝对估值：每股价值8.5元，较当前股价有55.4%的空间	33
相对估值：每股价值为6.5元，较当前股价有18.8%的空间	33
投资建议	34
风险提示	35
财务预测与估值	37

图表目录

图1: 公司历史沿革	6
图2: 公司股权结构	6
图3: 公司历年营业收入及增速	7
图4: 公司历年归母净利润及增速	7
图5: 公司历年新签合同额及增速	7
图6: 公司历年资产负债率 (单位: %)	7
图7: 公司业务联动性	8
图8: 公司各业务营收占比	8
图9: 固定资产投资完成额与 GDP 增速对比 (单位: %)	9
图10: 固定资产投资完成额分构成累计同比 (单位: %)	9
图11: 固定资产投资完成额分领域累计同比 (单位: %)	9
图12: 固定资产投资中国家预算内资金累计同比 (单位: %)	10
图13: 地方政府债权发行情况 (单位: 亿元)	10
图14: 专项债发行节奏对开工有重要指引作用 (单位: 亿元)	10
图15: 项目开工节奏和基建投资增速高度相关 (单位: 亿元, %)	10
图16: 建筑业产值、新开工同比增速 (单位: %)	11
图17: 建筑业新签合同额累计值及累计同比 (单位: 万亿元, %)	11
图18: 完成交通固定资产投资及增速 (单位: 亿元)	13
图19: 完成交通固定资产投资及增速: 铁路 (单位: 亿元)	13
图20: 铁路营业里程及增速 (单位: 万公里)	13
图21: 2020 年各国人均铁路保有量 (单位: 公里/万人)	13
图22: 公路建设投资完成额及增速 (单位: 亿元)	14
图23: 公路里程及增速 (单位: 万公里)	14
图24: 市政建设固定资产投资完成额及增速 (单位: 亿元)	14
图25: 轨交运营路线与规划路线规长度 (单位: 公里)	14
图26: “十四五”期间各发电类型新装机规模预测 (单位: GW)	15
图27: “十四五”期间各发电类型年利用小时数净增长预测 (单位: h)	15
图28: “十四五”光伏、风电新装机规模预测 (单位: GW)	15
图29: “十四五”风光发电市场规模预测 (单位: 亿元)	15
图30: 中国抽水蓄能累计装机规模及增速 (单位: GW, %)	16
图31: 典型的抽水蓄能电站项目成本构成 (单位: %)	16
图32: 我国完成水利建设投资额及增速 (单位: 亿元)	16
图33: 我国水利建设新开工项目数 (单位: 个)	16
图34: 基建业务营业收入及增速 (单位: 亿元)	18
图35: 基建业务营收结构	18
图36: 基建业务新签合同额及增速 (单位: 亿元)	18
图37: 基建业务新签合同额结构	18

图38: 基建业务毛利率 (单位: %)	18
图39: 铁路业务营业收入及增速 (单位: 亿元)	19
图40: 铁路业务新签合同额及增速 (单位亿元)	19
图41: 京新高速: 世界穿越沙漠里程最长高速	20
图42: 成渝高速: 中国西部地区第一条高速	20
图43: 公路业务营业收入及增速 (单位: 亿元)	20
图44: 公路业务新签合同额及增速 (单位: 亿元)	20
图45: 市政及其他基建业务营业收入及增速 (单位: 亿元)	21
图46: 市政及其他基建业务新签合同额及增速 (单位: 亿元)	21
图47: 分业务新签合同额增速对比 (单位: 亿元)	22
图48: 中铁水利主营业务	22
图49: 滇中引水工程总布置图	23
图50: 公司历年净资产收益率	23
图51: 公司历年毛利率、净利率	23
图52: 公司历年期间费用率	24
图53: 公司历年资产负债率 (单位: %)	24
图54: 公司历年流动比率及速动比率 (单位: 倍)	24
图55: 公司历年收现比、付现比 (单位: 倍)	25
图56: 公司历年现金流量 (单位: 亿元)	25
图57: 公司历年总资产、存货、应收账款周转率 (单位: 次)	25
图58: 建筑央企总营收的稳定性 (单位: 亿元)	27
图59: 建筑央企归母净利润的稳定性 (单位: 亿元)	27
图60: 建筑央企新签订单合同额及增速 (单位: 亿元)	28
图61: 建筑央企新订单保障系数 (单位: 亿元, 倍)	28
图62: 八大央企新签合同额及市占率 (单位: 亿元)	28
图63: 2022 年前三季度建筑业新签合同额分布	28
图64: 对外工程承包新签合同额及增速: 一带一路 (单位: 亿美元, %)	29
图65: 对外工程承包完成营业额及增速: 一带一路 (单位: 亿美元, %)	29
图66: “一带一路”国家基础设施发展指数	29
图67: 2021 全球绿色债券行业分布 (单位: 亿美元)	29
图68: 建筑央企 2022Q3 海外新签合同额 (单位: 亿元)	30
图69: 中国中铁海外新签合同额 (单位: 亿元)	30

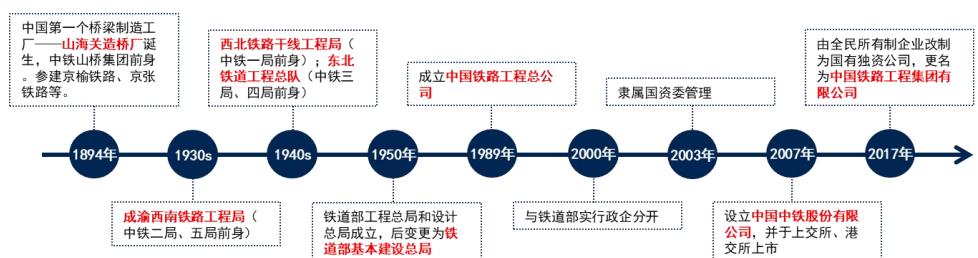
表1: 此轮“基建稳增长”相关政策表述汇总	12
表2: 风光发电投资额与建安工程市场规模测算	15
表3: 2015-2022 国家层面水利工程行业政策	17
表4: 中国中铁代表性铁路项目	19
表5: 中国中铁代表性市政轨交项目	21
表6: 公司股权激励解除限售期业绩要求	26
表7: 建筑央企涉房业务情况及市净率 (PB 截至 2023 年 1 月 9 日)	26
表8: 部分上市建筑公司旗下施工总承包特级资质、设计综合甲级资质梳理	27
表9: 公司各项业务盈利预测 (单位: 亿元)	31
表10: 公司盈利预测假设条件	31
表11: 未来三年盈利预测表 (单位: 百万元)	32
表12: 盈利预测情景分析 (乐观、中性、悲观)	32
表13: 资本成本假设 (截至 2023 年 1 月 12 日)	33
表14: FCFF 现金流折算法估值表 (单位: 百万元)	33
表15: 绝对估值折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	33
表16: 可比公司估值比较 (2023 年 1 月 12 日收盘价)	34

基建央企龙头，经营量质齐升

源自铁道部，基建央企龙头

中国中铁源自铁道部，拥有百年历史。中国中铁股份有限公司（简称“中国中铁”），1950 年为铁道部工程总局和设计总局，1989 年成立中国铁路工程总公司，2000 年与铁道部脱钩转为中央企业，并于 2007 年在 A 股及 H 股上市，股票代码分别为 601390.SH 和 0390.HK，2017 年由全民所有制改制为国有独资。

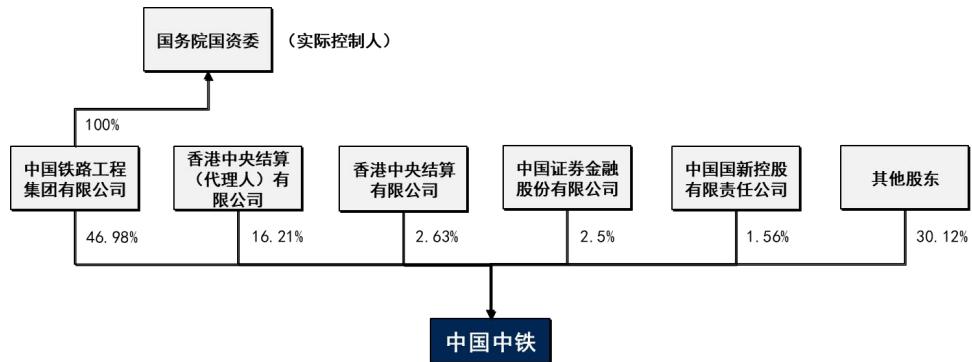
图1：公司历史沿革



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

中国中铁是八大建筑央企之一，稳居基建龙头。公司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。公司是中国乃至全球最具实力、最具规模的特大型综合建设集团之一，2022 年《财富》“世界 500 强企业”排名第 33 位，“中国 500 强企业”排名第 5 位，ENR“全球最大 250 家承包商”排名第 2 位。

图2：公司股权结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

经营量质齐升，主营“市政”+“两路”基建业务

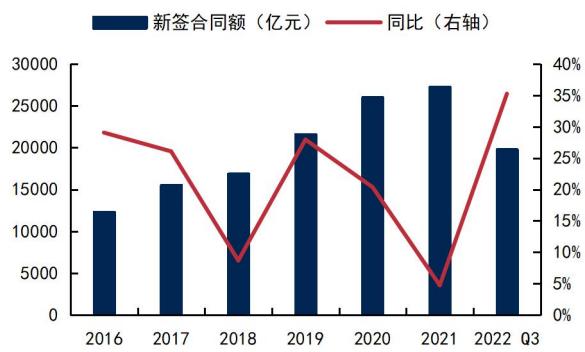
公司经营规模、效益、质量连年迈上新台阶。截至 2022 年三季度，公司实现新签合同额 19831 亿元，同比增长 35.2%，在手订单充足；营业收入 8501 亿元，同比增长 10.4%；归母净利润 230 亿元，同比增长 11.5%，经营稳健；资产负债率 73.8%，较去年同期减少 0.6 个百分点，财务结构逐步优化。

图3: 公司历年营业收入及增速

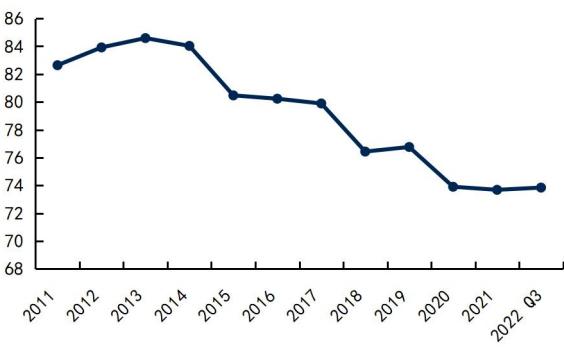

资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司历年归母净利润及增速


资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司历年新签合同额及增速


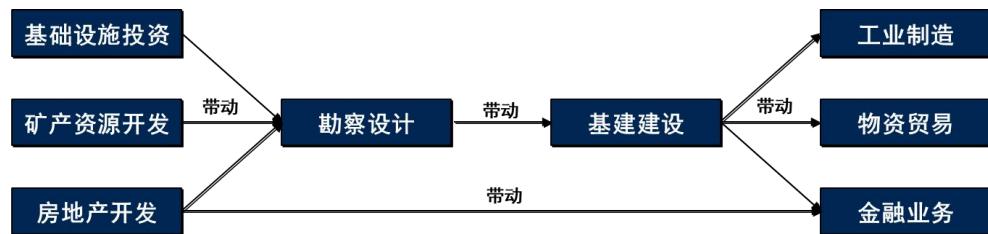
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司历年资产负债率 (单位: %)


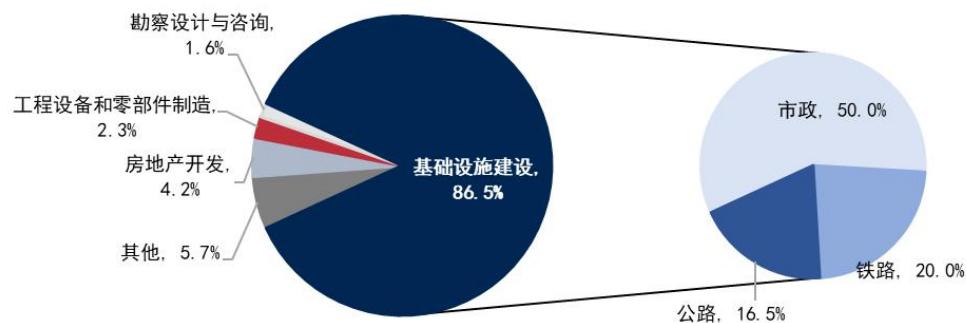
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

公司业务逐步实现纵向“建筑业一体化”、横向“主业突出、相关多元”格局。公司基础设施建设业务处行业领先, 2022年上半年营收占比 86.5%, 其中市政、铁路、公路分别占比 50%、20%、16.5%。公司延伸产业链条, 扩展增值服务, 开展了特色地产、金融物贸、水利水电等相关多元业务。

经过多年发展, 公司各业务板块之间形成了紧密的上下游关系。从上游看, 基础设施投资、矿产资源开发业务、房地产开发, 带动了勘察设计、基建建设; 从下游看, 工业制造为基建建设提供架桥机、盾构等施工设备以及道岔、桥梁钢结构等所需零部件, 物资贸易提供钢材、水泥等物资供应, 金融业务为基础设施投资和房地产开发提供融资服务。

图7: 公司业务联动性


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8: 公司各业务营收占比


资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

行业：“稳增长”目标明确，新老基建齐头并进

专项债前置发力，基建投资持续回暖

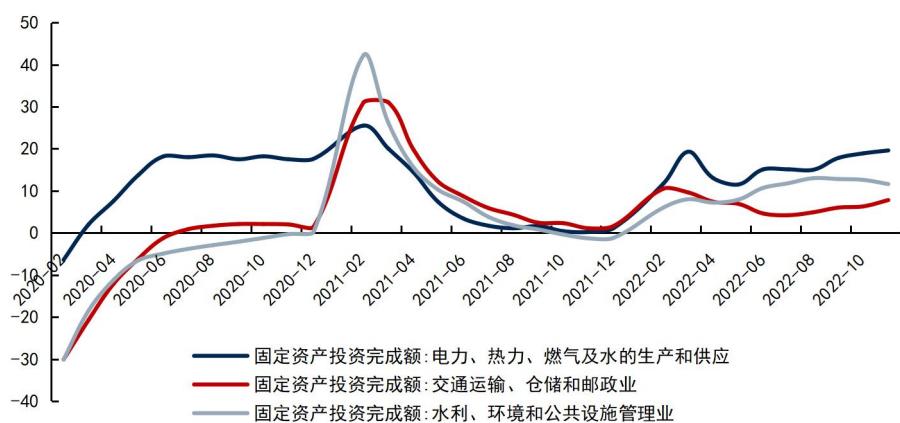
政策转向稳增长后，基建投资快速回暖。2022年1-11月，全国固定资产投资累计同比增长5.3%，高于前三季度3%的GDP增速，相较2021全年（固定资产累计同比增长4.9%，GDP增速8.1%）有效投资需求充足。其中电力、热力、燃气及水的生产和供应业同比增长19.6%，水利、环境和公共设施管理业同比增长11.6%，交通运输、仓储和邮政业同比增长7.8%，远高于固定资产投资完成额总体增长水平。自2021年底提出“稳增长”和“超前基建”后，基建投资增速快速上扬，在房地产投资快速下滑的情况下支撑起了固定资产投资增速保持稳定。

图9: 固定资产投资完成额与GDP增速对比 (单位: %)


资料来源: iFinD, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图10: 固定资产投资完成额分构成累计同比 (单位: %)


资料来源: iFinD, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

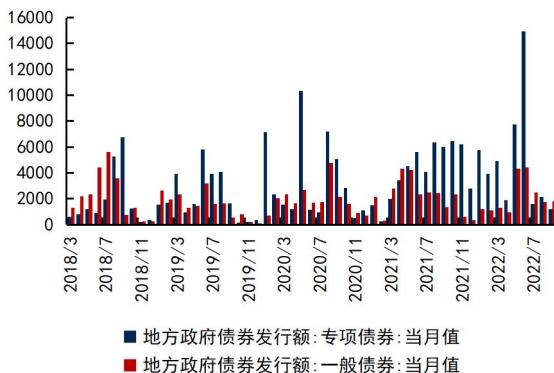
图11: 固定资产投资完成额分领域累计同比 (单位: %)


资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

专项债发力，预算内资金支撑基建投资高增长。2022年1-10月，固定资产投资资金来源中国家预算内资金同比高增38%，同期固定资产投资合计资金来源仅增长1%，印证财政资金成为拉动基建投资的主要发力点。受到减税降费政策和土地市场低迷的影响，1-11月国家一般公共收入同比-3%，政府性基金收入同比-21.5%，专项债成为财政支持预算内资金的关键手段。

图12: 固定资产投资中国家预算内资金累计同比 (单位: %)


资料来源: iFinD, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图13: 地方政府债权发行情况 (单位: 亿元)


资料来源: iFinD, 财政部, 国信证券经济研究所整理

2022年专项债发行明显前置。2022年全年安排新增地方专项债额度3.65万亿元,加上9月国务院另外部署的5000亿元专项债结存限额,共有4.15万亿元的发行空间。2022专项债发行明显前置,上半年累计发行3.92万亿元,净新增3.41万亿元,上半年即完成发行目标的94.2%。截至11月15日,累计发行4.00万亿元,完成总发行任务的96.4%。

专项资金推动重大项目开工进度加快。开工节奏前置,从专项债发行和项目开工节奏可以看出,2021年8-11月的专项债发行高峰在2022年2-3月形成开工高峰。2022年6月专项债单月发行1.49万亿元,随后7-9月开工项目投资额同比高增26.2%/52.1%/30.2%。

图14: 专项债发行节奏对开工有重要指引作用 (单位: 亿元)


资料来源: 国家统计局, Mysteel, 国信证券经济研究所整理

图15: 项目开工节奏和基建投资增速高度相关 (单位: 亿元, %)


资料来源: 国家统计局, Mysteel, 国信证券经济研究所整理

建筑业景气度有所回升。2022年1-9月,建筑业完成产值20.6万亿元,同比增长7.8%,建筑业新开工面积30.5万平方米,同比下降9.0%,下降幅度显著低于同期房地产新开工面积的38.0%,建筑业新签合同额同比增长6.8%,反映在地产行业低迷的情况下,基建和公建对建筑行业形成较强的支撑,行业景气度有所回升。

图16: 建筑业产值、新开工同比增速 (单位: %)


资料来源: iFind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图17: 建筑业新签合同额累计值及累计同比 (单位: 万亿元, %)


资料来源: iFind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

展望未来，基建仍然是逆周期调节的重要抓手，政府投资意愿强烈。在疫情反复，全球经济低迷的环境下，消费和出口的复苏均要求需求端实现信心修复，而信心修复在短期内难以实现。相较而言，投资（尤其是基建投资）的需求端有很大一部分比例是政府和国有企业，对利润敏感性较低，且政府往往具有逆周期调节的倾向，在投资端的刺激政策传导更为顺畅。2021年12月中央经济工作会议提出2022年经济工作要稳字当头、稳中求进，政策发力适当靠前，适度超前开展基础设施投资。2022年3月，政府工作报告中再次提出超前基建，拟安排地方政府专项债券3.65万亿元支持基建项目。从政策表述中可以看到政府投资意愿明显强于过往几年，财政资金对基建投资支持力度明显加强。

表1：此轮“基建稳增长”相关政策表述汇总

时间	会议	主要内容
2021 年 12 月	中央经济工作会议	明年经济工作要稳字当头、稳中求进 ，各地区各部门要担负起稳定宏观经济的责任，各方面要积极推出有利于经济稳定的政策，政策发力适当靠前。积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续。要保证财政支出强度，加快支出进度。实施新的减税降费政策，强化对中小微企业、个体工商户、制造业、风险化解等的支持力度， 适度超前开展基础设施投资 。党政机关要坚持过紧日子。严肃财经纪律。 坚决遏制新增地方政府隐性债务 。稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕。
2022 年 3 月	十三届全国人大《政府工作报告》	国内生产总值增长 5.5%左右 。着力稳定宏观经济大盘，保持经济运行在合理区间。继续做好“六稳”、“六保”工作。宏观政策有空间有手段，要强化跨周期和逆周期调节，为经济平稳运行提供有力支撑。要用好政府投资资金，带动扩大有效投资。 今年拟安排地方政府专项债券 3.65 万亿元 。强化绩效导向，坚持“资金、要素跟着项目走”，合理扩大使用范围，支持在建项目后续融资，开工一批具备条件的重大工程、新型基础设施、老旧公用设施改造等建设项目。
2022 年 4 月	中央政治局会议	会议强调，疫情要防住、经济要稳住、发展要安全，这是党中央的明确要求。要加大宏观政策调节力度，扎实稳住经济，努力实现全年经济社会发展预期目标，保持经济运行在合理区间。要全力扩大国内需求，发挥有效投资的关键作用，强化土地、用能、环评等保障， 全面加强基础设施建设 。
2022 年 5 月	国务院常务会议	进一步部署稳经济一揽子措施，努力推动经济回归正常轨道确保运行在合理区间 。加快落实中央经济工作会议和政府工作报告确定的政策并加大实施力度，按照总体思路和政策取向采取一揽子针对性强、有力有效的区间调控举措，稳住经济基本盘。会议决定，实施“6 方面 33 条”措施。
2022 年 6 月	国务院常务会议	运用政策性、开发性金融工具，通过发行金融债券等筹资 3000 亿元 ，用于 补充重大项目资本金或为专项债项目资本金搭桥 ，实施一批以工代赈中央预算内投资项目，要加大 交通补短板投资 ，年内再开工一批 国家高速公路联通、内河水运通道建设 等工程。
2022 年 8 月	国务院常务会议	在 3000 亿元政策性开发性金融工具已落到项目的基础上，再增加 3000 亿元以上额度，依法用好 5000 多亿元专项债地方结存限额。
2022 年 8 月	国务院常务会议	用好新增 3000 亿元以上政策性开发性金融工具基础上，根据实际需要扩大规模，对符合条件成熟项目满足资金需求，避免出现项目等资金情况；将上半年开工项目新增纳入支持范围，对之前符合条件但因额度限制未投放项目自动纳入支持，以在三季度形成更多实物工作量。扩大政策性开发性金融工具支持的领域，将老旧小区改造、省级高速公路等纳入，并尽可能吸引民间投资。
2022 年 9 月	国家发改委	交通重大工程是国家综合国力、自主创新能力的重要体现，是落实国家战略意图、实现国家发展目标的重要抓手。下一步我们将以“十四五”规划 102 项重大工程以及“十四五”现代综合交通运输体系发展规划等项目清单为重点， 坚持适度超前推进重大工程建设 。
2022 年 9 月	国务院常务会议	用好政策性开发性金融工具，根据地方项目需求合理确定额度投放，加快资金使用和基础设施项目建设，在四季度形成更多实物工作量。各地要结合实际加大政策落实和配套力度，确保项目建设工程质量。经济大省要发挥稳经济挑大梁作用。
2022 年 10 月	国务院常务会议	财政金融政策工具支持重大项目建设、设备更新改造，要在四季度形成更多实物工作量 。相关协调机制要持续高效运转，推动项目加快开工建设，确保工程质量。对未按时开工的，调整资金用于新项目，支持民间投资参与重大项目。继续推进“保交楼”，因城施策支持刚性和改善性住房需求。

资料来源：中国政府网，国信证券经济研究所整理

交通领域投资持续高增，两路一轨空间仍在

“十四五”期间，铁路营业里程计划增加 1.9 万公里（其中高速铁路营业里程增加 1.2 万公里），公路通车里程计划增加 30.2 万公里（其中高速公路建成里程增加 2.9 万公里），城市轨道交通运营里程计划增加 3400 公里；到 2035 年，国家综合立体交通网实体线网总规模合计约 70 万公里，其中铁路/公路/高等级航道分别约 20/46/2.5 万公里。

交通领域固定资产投资完成额增速放缓但仍处高位，铁路、公路、城轨增长规模可期。2021 年，全国完成交通固定资产投资 3.6 万亿元，同比增长约 4%，分铁路、公路、城市轨道交通看：

1) 铁路

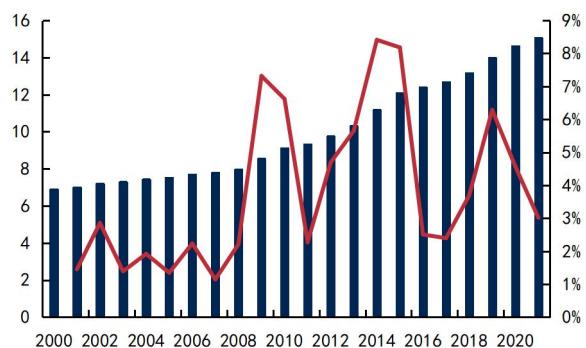
铁路领域当前投资放缓，但人均铁路里程不足，建设空间仍在。2021 年全国铁路完成固定资产投资 7489 亿元，同比下降 4.2%，降幅较去年收窄 1.6pct；投产新线 4208 公里，其中高铁 2168 公里，截至 2021 年末全国铁路营业里程突破 15 万公里（其中高铁超过 4 万公里）。由于中国人口众多，人均铁路里程仍然不足，运力相对短缺，中国每万人保有 1.04 公里的铁路，明显低于其他发达经济体。

图18: 完成交通固定资产投资及增速 (单位: 亿元)

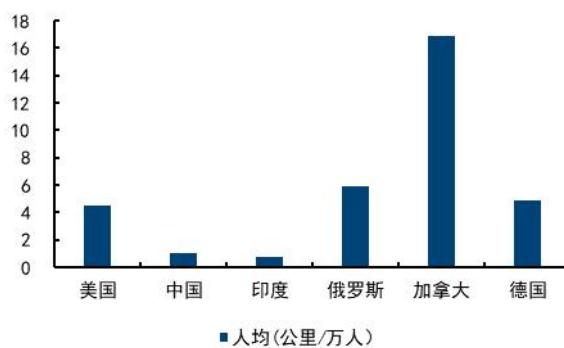

资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图19: 完成交通固定资产投资及增速: 铁路 (单位: 亿元)


资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图20: 铁路营业里程及增速 (单位: 万公里)


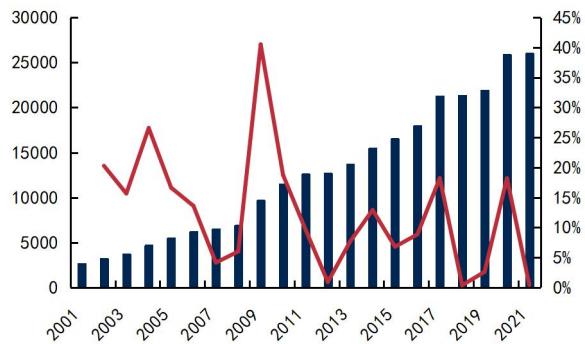
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图21: 2020年各国人均铁路保有量 (单位: 公里/万人)


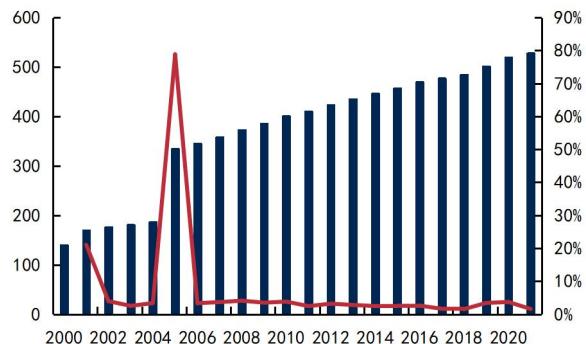
资料来源: 观研网, 国信证券经济研究所整理

2) 公路

公路领域投资基数大，增速平稳。2021年全国公路建设投资完成额25995亿元，基本与去年持平。截至2021年末，全国公路里程528.1万公里。从2000年以来全国公路建设的发展趋势来看，2005年是公路里程增长最快的一年，由2004年的187.1万公里增长到334.5万公里，同比增长约80%。此后，我国公路增长平均增速约3%。

图22: 公路建设投资完成额及增速 (单位: 亿元)


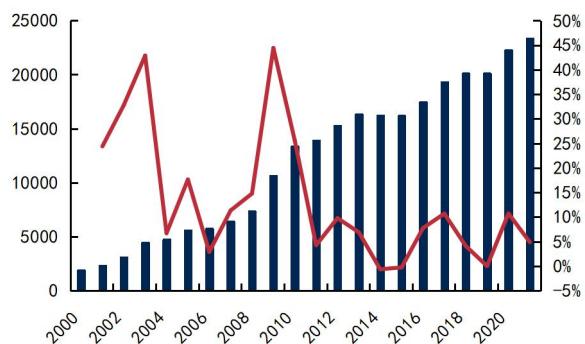
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图23: 公路里程及增速 (单位: 万公里)


资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

3) 市政轨交

市政投资保持增长，轨交建设需求较大。2021年全国市政建设固定资产投资完成额23371.7亿元，同比增长4.9%。其中，城市轨道交通继续保持以地铁为主导，多种线路协同发展的模式，全年新增城轨交通运营线路长度1222.9公里，新增运营线路39条。截至2021年末，中国累计有50个城市运营城轨交通线路9192.6公里，其中地铁7253.7公里，占比78.9%。

图24: 市政建设固定资产投资完成额及增速 (单位: 亿元)


资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

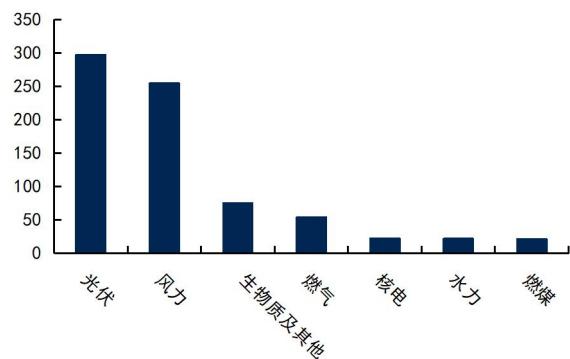
图25: 轨交运营路线与规划路线规长度 (单位: 公里)


资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

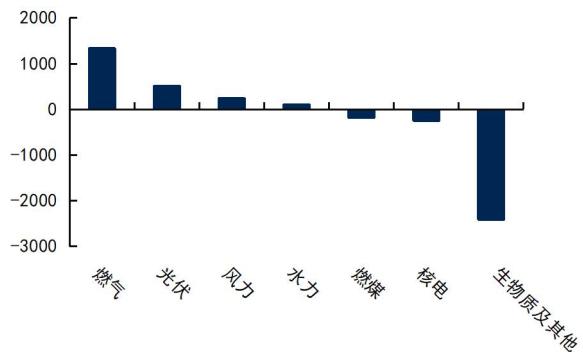
电力、水利投资加码，相关需求旺盛

新能源投资加码，政策导向确定性高。根据国家能源局数据，2021年全国电源工程建设完成投资5530亿元，同比增长4.5%。其中，水电、火电、核电合计投资额占比39.7%，连续两年低于40%，风光发电完成投资额合计占比达到60.3%，同比提升2.3个百分点。

新能源发电装机规模快速增长，利用率持续提升。据全球能源互联网发展合作组织预测，“十四五”期间风电、光伏新增装机规模将分别达到254.5GW和256.9GW，装机量复合增速分别为13.8%和16.7%。“十四五”期间，存量电源出力时间结构将持续调整，新能源利用率显著提升。预计煤电、核电年利用小时数分别下降184小时和251小时，风力、光伏年利用小时数分别提升244小时和515小时。

图26：“十四五”期间各发电类型新装机规模预测（单位：GW）


资料来源：全球能源互联网发展组织，国信证券经济研究所整理

图27：“十四五”期间各发电类型年利用小时数净增长预测（单位：h）


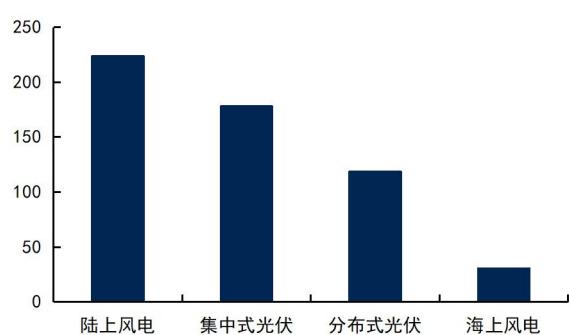
资料来源：全球能源互联网发展组织，国信证券经济研究所整理

预测“十四五”风光发电年均建安工程市场规模 1738 亿元。根据 KE 科日光伏网和北极星网装机成本结构数据，假设集中式光伏、分布式光伏、陆上风电、海上风电建安成本占比分别为 19%、30%、15%、40%。测算得到“十四五”期间风光发电投资达到近 4 万亿元，其中相关建安工程市场规模累计将达到 8687 亿元，年均建安工程市场规模达到 1738 亿元。“十四五”期间，集中式光伏/分布式光伏/陆上风电/海上风电对应的建安工程市场规模分别为 2223/2130/2467/1868 亿元。

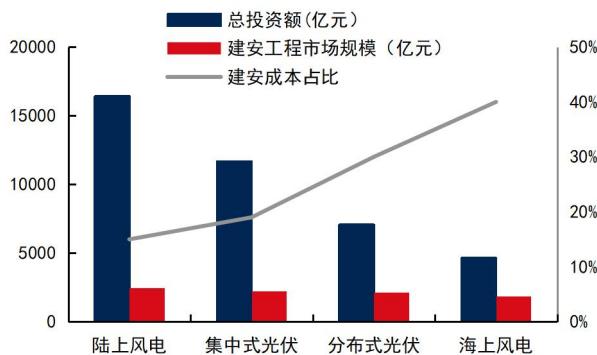
表2：风光发电投资额与建安工程市场规模测算

发电技术类型	新装机规模 (GW)	总投资额 (亿元)	建安成本占比	建安工程市场规模 (亿元)
集中式光伏	178.14	11,699.51	19%	2,222.91
分布式光伏	118.76	7,099.01	30%	2,129.70
陆上风电	223.96	16,444.44	15%	2,466.67
海上风电	30.54	4,668.90	40%	1,867.56
合计	551.4	39911.86	-	8,686.84

资料来源：全球互联网能源发展组织，国信证券经济研究所整理

图28：“十四五”光伏、风电新装机规模预测（单位：GW）


资料来源：全球互联网能源发展组织，国信证券经济研究所整理

图29：“十四五”风光发电市场规模预测（单位：亿元）


资料来源：全球互联网能源发展组织，国信证券经济研究所整理

新能源消纳压力持续增加，抽水蓄能增长潜能充分。据国家电网预测，2035 年前风/光装机规模将达到 7/6.5 亿 kW，对应最大功率波动 1.56/4.16 亿 kW，远超过当前电源调节能力，消纳压力持续增加。抽水蓄能可实现双向调峰，是当前储能的主要力量，截至 2021 年底，全国已建抽水蓄能装机容量 3639 万 kW，同比增长

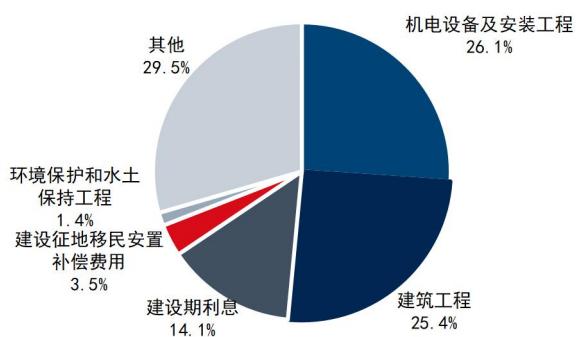
15.6%。根据国家能源局《抽水蓄能中长期发展规划（2021-2035年），“十四五”期间抽水蓄能电站投资规模约为9000亿元，开工180GW，2025年投产总规模62GW。

图30：中国抽水蓄能累计装机规模及增速（单位：GW, %）



资料来源：中关村储能产业技术联盟，前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

图31：典型的抽水蓄能电站项目成本构成（单位：%）

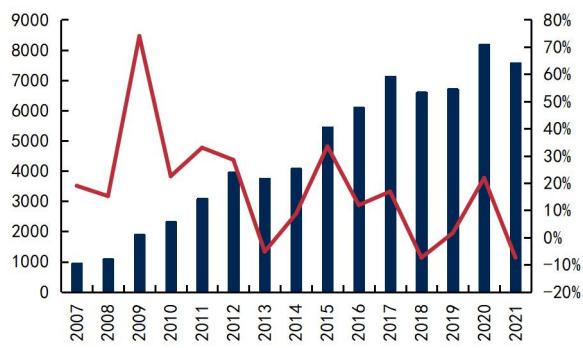


资料来源：水电总院，水电学会抽蓄分会，国信证券经济研究所

水利工程投资是基建稳增长重要一环，空间广阔。近年来，我国水利工程建设明显加速，全国完成水利建设投资由2010年2320亿元增加到2021年7576亿元，复合增长率11.4%。据水利部，2022年设定全年目标是新开工重大水利工程30项，完成水利建设投资8000亿元，争取达到1万亿元。从实际情况看，截至11月底，2022年我国水利建设投资10085亿元，较去年全年增长33%。水利建设完成投资突破1万亿元，成为新中国成立以来水利建设完成投资最多的一年。

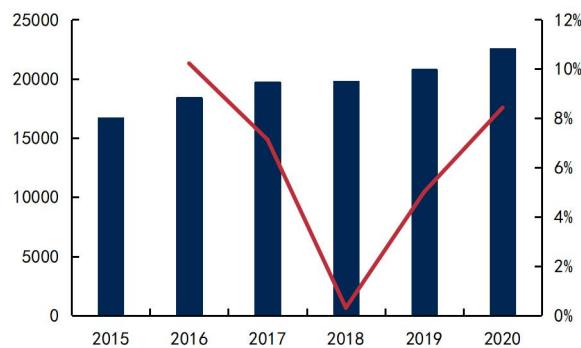
据4月8日水利部副部长魏山忠在国务院政策例行吹风会上表示，重大水利工程每投资1000亿元，可带动GDP增长0.15个百分点，新增就业岗位49万。按照22年当前完成情况，水利工程已至少拉动GDP增长1.5个百分点，新增就业岗位490万。

图32：我国完成水利建设投资额及增速（单位：亿元）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图33：我国水利建设新开工项目数（单位：个）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

从政策面看，水利建设政策目标需求明确。“十四五”规划中多处提及加强水利相关建设；水利部印发《关于实施国家水网重大工程的指导意见》指出，要建成一批重大引调水和重点水源工程，新增供水能力290亿立方米；2020年国务院常务会议正式确定到2022年推进150项重大水利工程，包括防洪减灾工程56项、

水资源优化配置工程 26 项、灌溉节水和供水工程 55 项、水生态保护修复工程 8 项、智慧水利工程 5 项，总投资规模达 1.29 万亿元，有望带动间接投资约 6.6 万亿元。2021 年末，150 项重大水利工程已批复 67 项，累计开工 62 项。

表3：2015-2022 国家层面水利工程行业政策

时间	发布部门	政策	重点内容
2022 年	国务院办公厅	关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见	建立健全与投融资体制相适应的水利工程水价形成机制，促进水资源节约利用和水利工程良性运行。
2022 年	中共中央办公厅、国务院办公厅	乡村建设行动实施方案	加强防汛抗旱基础设施建设，防范水库垮坝、中小河流洪水、山洪灾害等风险，充分发挥骨干水利工程防灾减灾作用，完善抗旱水源工程体系。
2021 年	国务院	“十四五”推进农业农村现代化规划	持续支持脱贫地区人居环境整治提升和农村道路、中小型水利工程、县乡村三级物流体系、农村电网等基础设施建设，推进农村客运发展。
2021 年	国务院	关于新时代推动中部地区高质量发展的意见	有条件地区推进城乡供水一体化、农村供水规模化建设和水利设施改造升级，加快推进引江济淮、长江和淮河干流治理、鄂北水资源配置、江西花桥水库、湖南椒花水库等重大水利工程建设。
2021 年	国务院	黄河流域生态保护和高质量发展规划纲要	完善以骨干水库等重大水利工程为主的水沙调控体系，优化水库运用方式和拦沙能力。
2020 年	国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设。
2019 年	国务院	关于落实政府工作报告重点工作部门分工的意见	完成铁路投资 8000 亿元、公路水运投资 1.8 万亿元，再开工一批重大水利工程，加快川藏铁路规划建设，加大城际交通、物流、市政、灾害防治、民用和通用航空等基础设施投资力度，加强新一代信息基础设施建设。
2018 年	国务院	乡村振兴战略规划（2018—2022 年）	深化农村水利工程产权制度与管理体制改革，健全基层水利服务体系，促进工程长期良性运行。
2017 年	国务院	关于深入推进农业供给侧结构性改革加快培育农业农村发展新动能的若干意见	推进重大水利工程建设，抓紧修复水毁灾损农业设施和水利工程，加强水利薄弱环节和“五小水利”工程建设。因地制宜推进平原地区农村机井油改电。
2016 年	国家计委、财政部、水利部、建设部	关于加强公益性水利工程建设管理的若干意见	水利工程项目应符合流域规划要求，工程建设必须履行基本建设程序。
2015 年	中共中央办公厅、国务院办公厅	深化农村改革综合性实施方案	开展小型水利工程管理体制改革，明确工程所有权和使用权，落实管护主体，促进水利工程良性运行。

资料来源：政府官网，观研天下，国信证券经济研究所整理

公司：基建主业稳固，水利等新业务高增

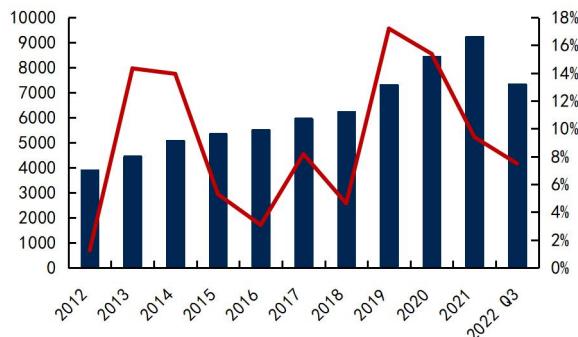
基建主业根基稳固，结构持续优化

整体来看：

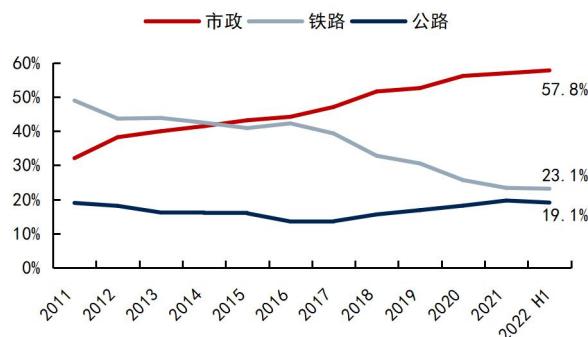
公司在基础设施建造行业处领先地位，资质优良，市占高。截至 2022 上半年，公司拥有铁路工程施工总承包特级 18 项，占全国铁路工程施工总承包特级数量的 50% 以上，拥有公路工程施工总承包特级 32 项，建筑工程施工总承包特级 19 项，市政公用工程施工总承包特级 10 项，港口与航道施工总承包特级 1 项。据公司年报披露，公司在铁路大中型/城市轨道交通/高速公路基建市场的份额分别一直保持在 45%/35%/10% 以上。

基础设施建设是公司营业收入的最大来源，占比 86.5%。截至 2022 年三季度末，基建业务实现营业收入 7340.2 亿元，同比增长 7.5%；新签合同额 17523.5 亿元，同比增长 38.1%，较上年末同比增速高出 27.4pct，未完合同额为 50825.5 亿元，较上年末增长 20.7%；毛利率为 7.85%，同比减少 0.02pct，较上年末减少 0.56pct。

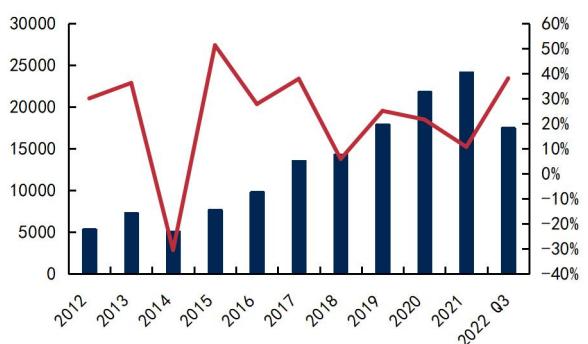
基建作为公司主业，结构持续优化，盈利能力提升。公司牢牢把握铁路、轨交领域龙头地位，并持续优化业务结构。1) 从收入及新签合同占比看，铁路占比逐步减少，市政占比持续高增，公路占比稳中有升；2) 从毛利率看，铁路、公路、市政近五年平均毛利率分别为 4.1%、7.6%、10.1%。由此，毛利率较高的市政业务占比提升，而毛利率较低的铁路业务占比减少，公司未来盈利能力有望持续提升。

图34: 基建业务营业收入及增速 (单位: 亿元)


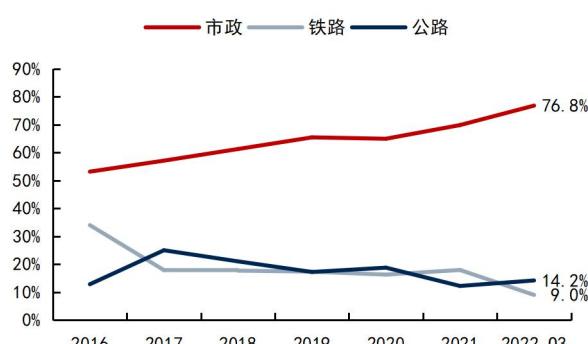
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图35: 基建业务营收结构


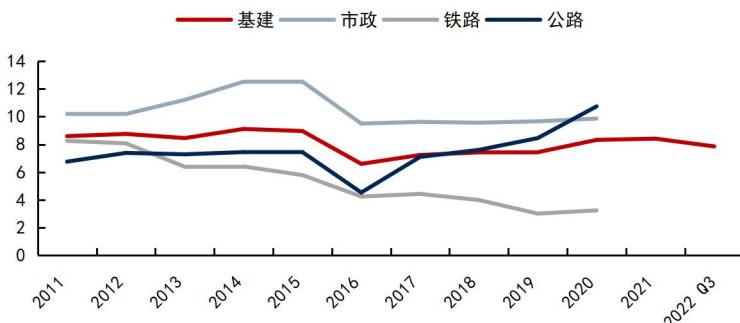
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图36: 基建业务新签合同额及增速 (单位: 亿元)


资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图37: 基建业务新签合同额结构


资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图38: 基建业务毛利率 (单位: %)


资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

细分来看：

1. 铁路业务

公司是我国铁路建设的主力军，建成铁路总里程约占全国铁路总里程三分之二。公司自成立以来，几乎参与了国内所有主要铁路干线的建设，创下了中国乃至世界铁路建设史上许多多个第一，包括新中国第一条铁路成渝铁路、世界第一条高原“天路”青藏铁路等。

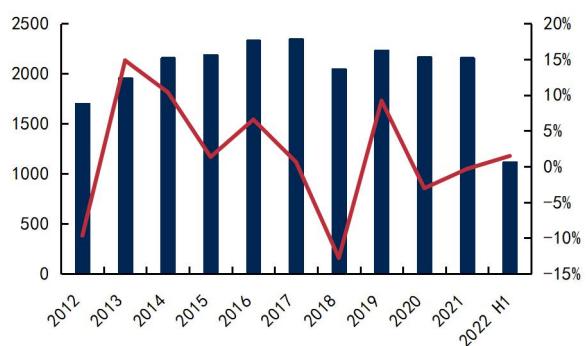
公司铁路业务业绩趋稳，但新签回落。2022上半年，铁路业务实现营业收入1119.4亿元，同比增长1.5%；2022前三季度，铁路业务完成新签1579.4亿元，同比下降23.6%。而在2021年公司铁路业务营收同比减少0.3%，订单同比增长22%。

表4：中国中铁代表性铁路项目

项目名称	重要性
成渝铁路	中国第一条铁路
宝成铁路	中国第一条电气化铁路
包兰铁路	中国第一条沙漠铁路
秦沈客专	中国第一条快速客运专线
青藏铁路	世界第一条高原“天路”
山西中南部铁路	世界第一条现代重载铁路
武广高铁	世界第一条时速350公里客运专线
哈大客专	世界第一条穿越高寒地区的长大高速铁路
兰新高铁	世界第一条高原高速铁路
京广高铁	世界运营里程最长的高速铁路

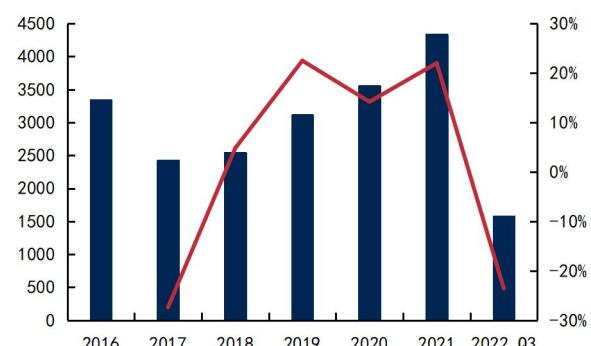
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图39：铁路业务营业收入及增速（单位：亿元）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图40：铁路业务新签合同额及增速（单位亿元）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

2. 公路业务

公司是公路建设的主力军。相继参与了那拉、遵余、京珠、重湛、连霍等上百条高等级公路的勘测、设计、施工和监理，总长度超过4万公里，其中高速公路近1.8万公里，占中国高速公路总里程的15%。年均完成公路建设超1000公里，完成路面施工2800万平方米，居行业之首。

公司公路业务业绩趋稳，新签回暖。2022上半年，公路业务实现营业收入923.1亿元，同比增长13.6%；2022前三季度，公路业务完成新签2495.5亿元，同比增

长 56.2%。而在 2021 年公司公路业务营收同比增长 18.4%，订单同比减少 27.9%。

图41：京新高速：世界穿越沙漠里程最长高速



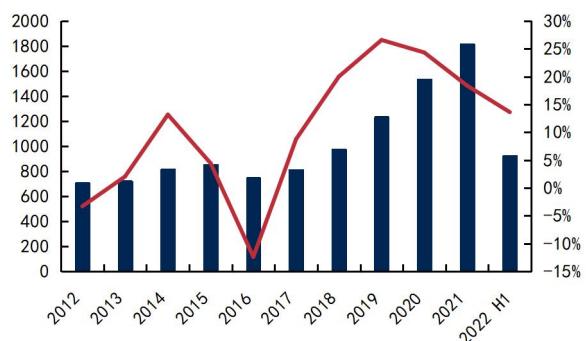
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图42：成渝高速：中国西部地区第一条高速



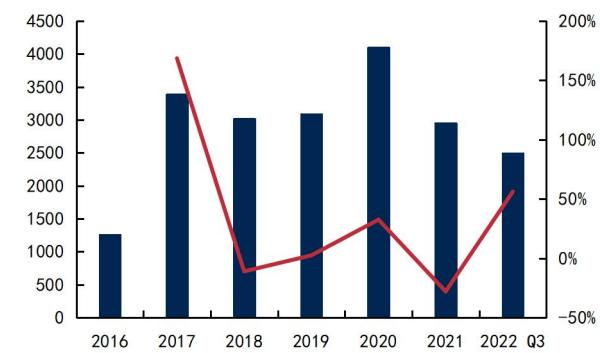
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图43：公路业务营业收入及增速（单位：亿元）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图44：公路业务新签合同额及增速（单位：亿元）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

3. 市政业务

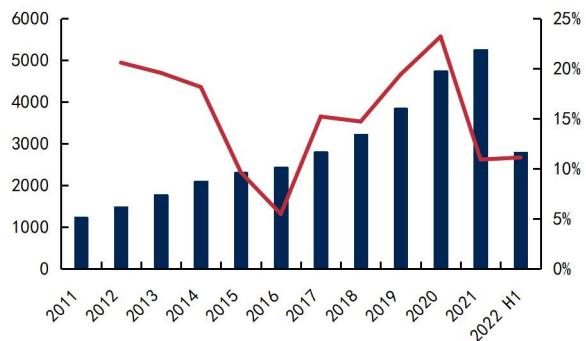
公司在轨道建设、水务环保、顶管工程等多项领域位居行业领先地位。建成中国多个地区首个城市轨道项目，累计建设磁悬浮、地铁、轻轨 2000 多公里，占中国城市轨道交通总里程的 3/5。目前，中国中铁正在建设中国首条“空轨”商业运营线，恩施青云崖旅游度假区崖壁观光小火车项目；参与国家“十三五”重点研发计划“先进轨道交通”重点专项研究，并成功制造时速 600 公里、世界上列车通过速度最快的高速磁浮道岔。

公司市政业务业绩稳步上升，订单高增，开发力度加强。2022 上半年，市政业务实现营业收入 2794.5 亿元，同比增长 11.1%；2022 前三季度，市政业务完成新签 13458.6 亿元，同比增长 49.1%。而在 2021 年公司市政业务营收同比增长 10.9%，订单同比增长 19.0%。随着国内城市群、都市圈和新型城镇化建设的推进，公司城市建设市场开发力度进一步加强。

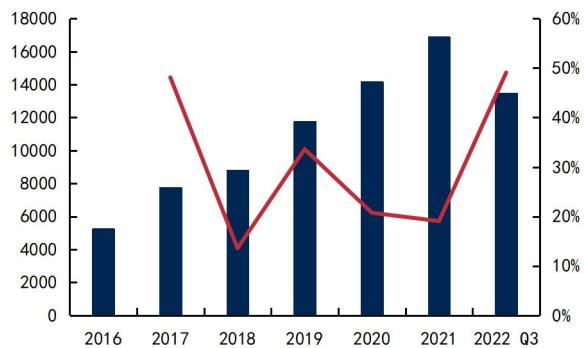
表5：中国中铁代表性市政轨交项目

领域	项目名称	重要性
水务环保、顶管工程等	武汉三金潭污水处理厂工程 2 座卵形消化池	单体规模位居世界第三、亚洲第一
	上海白龙港污水处理厂 8 座蛋形消化池	亚洲最大污水处理厂，工程总体规模世界第一
	深茂铁路全封闭声屏障工程	全球首例高铁拱形全封闭声屏障
	上海青草沙水源地原水管道严桥支线工程	国内口径最大的钢管顶进工程
	北京地铁 1 号线一期	中国第一条地铁
	天津地铁 1 号线	中国第二条地铁
	上海地铁 1 号线	华东第一条地铁
城市轨道建设	广州地铁 1 号线	华南第一条地铁
	成都地铁 1 号线	西部第一条地铁
	上海明珠线	第一条城市高架轨道交通线
	上海磁悬浮示范线	世界第一条商业运营高速磁悬浮交通系统

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图45：市政及其他基建业务营业收入及增速（单位：亿元）


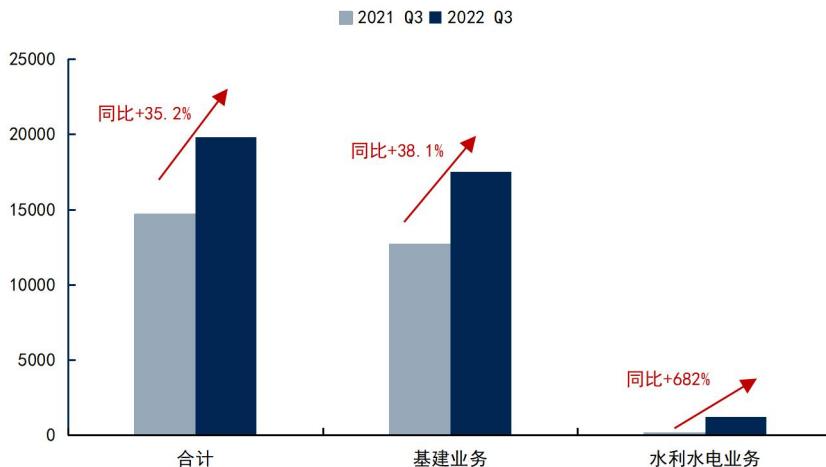
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图46：市政及其他基建业务新签合同额及增速（单位：亿元）


资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

布局水利等新兴领域，加速开启第二增长曲线

公司加速开启“第二增长”曲线，新签合同额高增。公司持续加强水利水电、清洁能源、港口航道、海上风电、抽水蓄能、调水工程等新兴领域的拓展力度，加速开启“第二曲线”增长极。2022 年前三季度，“第二曲线”业务完成新签合同额 2766.3 亿元，占基建业务新签合同额比例 15.8%；其中，水利水电工程完成新签合同额 1222.3 亿元，同比增长 682%，是公司“十四五”发展规划中开启第二增长曲线、大力培育的新兴业务之一，为公司发展注入新动能。

图47: 分业务新签合同额增速对比 (单位: 亿元)


资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

公司 2020 年收购江西水利院, 正式切入水利水电领域。2020 年 9 月 28 日, 中国中铁收购江西水利规划设计研究院有限公司(简称“江西水利院”), 持股 65%。2021 年 3 月, 江西水利院更名为中铁水利水电规划设计集团有限公司(简称“中铁水利”), 成为中国中铁旗下水利板块的重要技术支撑单位。中铁水利是江西唯一拥有甲级资质的水利水电勘测设计单位, 产品服务包括勘测设计、总承包、水利生态、智慧水利。

图48: 中铁水利主营业务

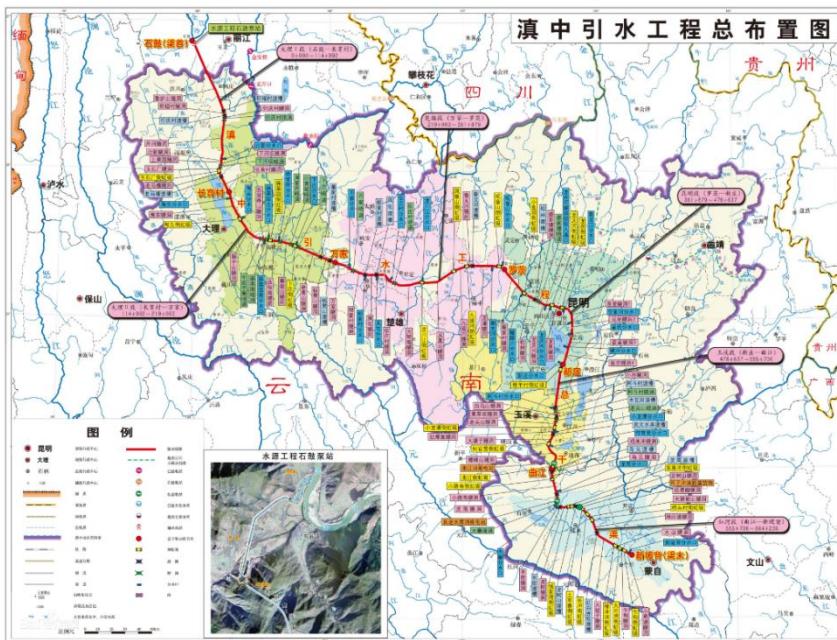

资料来源: 中铁水利官网, 国信证券经济研究所整理

公司 2022 年收购滇中引水公司, 加速培育水利水电业务。2022 年 5 月, 公司公告收购云南省滇中引水工程有限公司 33.54% 股权。本次收购: 1) **有利于加快培育和发展水利水电业务板块**, 深入参与云南乃至全国各地水利水电工程项目, 是公司以市场为导向调整产业结构、助推产业转型的重要举措。2) 通过与云南省相关公司在标的公司开展股权合作, 借助公司产业优势、先进管理和资金实力, **力促滇中引水工程保质保量如期完工**。

滇中引水工程投资规模超千亿, 惠及面广。滇中引水工程是国家 172 项重大水利工程之一, 是“十四五”期间国家重点水利水电工程, 是优化云南水资源配置的重大战略性基础工程, 也是我国在建的最大引水工程。工程分为两期, 一期于 2018 年 10 月开工, 工期 96 个月, 投资额 852.8 亿元, 二期于 2022 年开工, 工期 70 个月, 投资额 420 亿元。工程完工后, 受水区 34 个, 受益国土面积 3.69 万平方

公里，惠及 1112 万人口，设计每年平均引水量 34.03 亿立方米，向滇池、杞麓湖和异龙湖补水 6.72 亿立方米，创造直接就业机会约 340 万个，创造地区生产总值约 3300 亿元。

图49：滇中引水工程总布置图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

财务指标稳健，股权激励促发展

盈利能力稳中有升，经营效率持续优化。2022Q3，公司净资产收益率为 8.82%，同比提升 0.6pct，企稳回升；期间费用率为 4.72%，同降 0.21pct，降本成果显著，其中，销售费用率为 0.49%，同比基本持平，管理费用率为 2.12%，同降 0.12pct，研发费用率为 1.86%，同增 0.09pct，财务费用率为 0.25%，同降 0.16pct，主因利息收入增多。

图50：公司历年净资产收益率

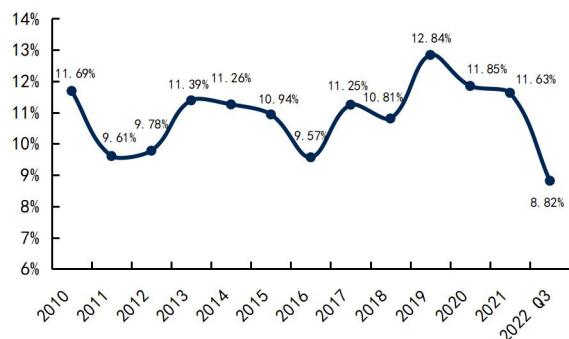
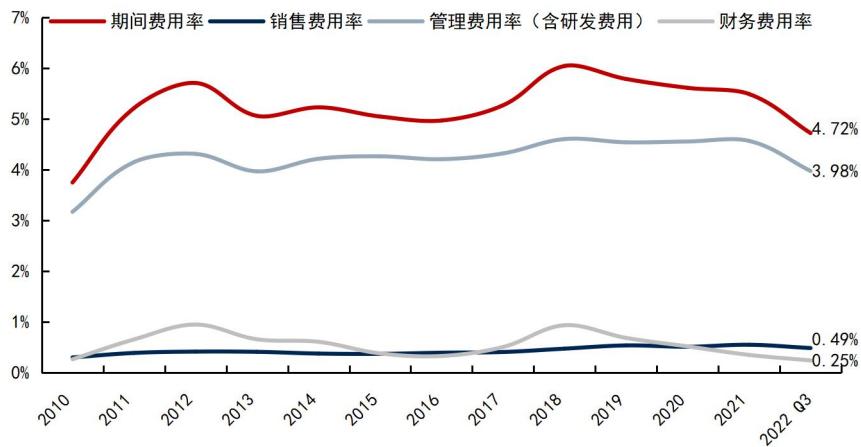


图51：公司历年毛利率、净利率



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

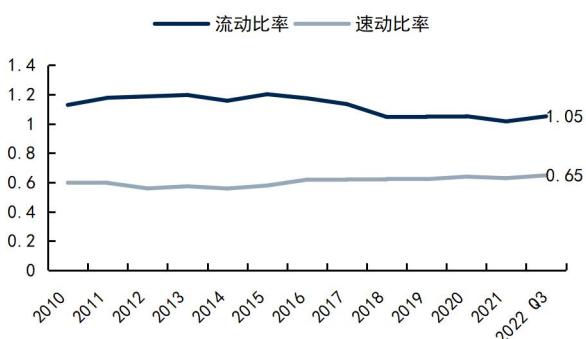
图52: 公司历年期间费用率


资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

资产负债率下行，现金流有所改善。2022Q3，公司资产负债率为 73.8%，同比下降 0.53pct，近年来公司积极响应国家号召，资产负债率连续下降，2018 年更是同比下降 3.5pct，主因公司当年债转股成功落地；流动比率 1.05 倍，速动比率 0.65 倍；收现比 1.05，回款小幅恶化，付现比 1.10；经营活动现金净流出 287.9 亿元，同比少流出 210.1 亿元，主因税收返还和其他于经营活动相关的现金流入增多；投资活动现金净流出 464.8 亿元，较去年同期持平；筹资活动现金净流入 981.7 亿元，主因外部借款规模增大和少数股东投资增加。

图53: 公司历年资产负债率 (单位: %)


资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图54: 公司历年流动比率及速动比率 (单位: 倍)


资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

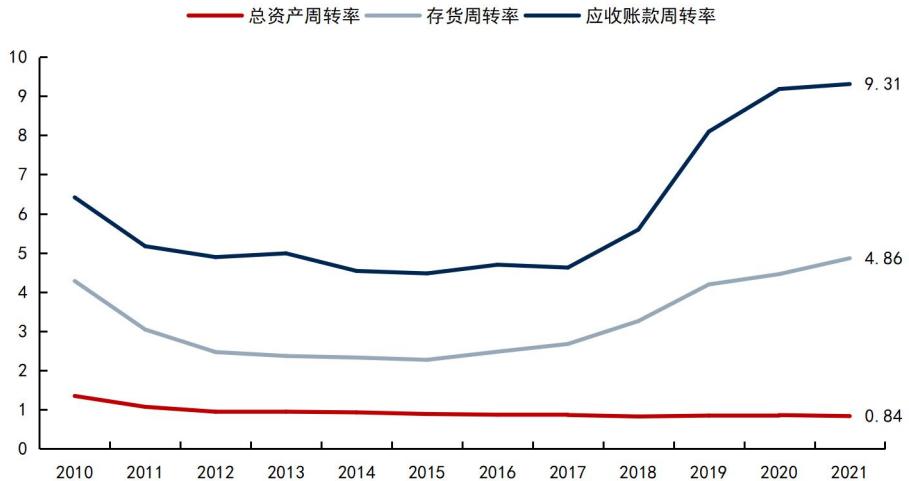
图55: 公司历年收现比、付现比 (单位: 倍)


资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图56: 公司历年现金流量 (单位: 亿元)


资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

应收账款周转率显著提升, 运营能力增强。近几年, 公司存货、应收账款周转率提升明显, 总资产周转率保持稳定。2021年, 公司总资产周转率为0.84次, 与前几年基本持平; 存货周转率为4.68次, 同比提升9.1%, 较2017年周转次数增加约2.19次; 应收账款周转率9.31次, 同比提升1.4%, 较2017年周转次数增加约4.68次。

图57: 公司历年总资产、存货、应收账款周转率 (单位: 次)


资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

国企改革持续深化, 激发集团经营活力。自2020年中央提出国企改革三年行动方案以来, 各大央企随后陆续下发具体实施方案, 中国中铁于2021年初提出, 并于2022年实施限制性股票激励计划:

- 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)》, 方案从市场地位、创新引领、产业链供应链水平等方面对国企改革提出要求, 着重企业制度建设、经济布局优化等7个重点任务。
- 2021年初, 中国中铁下发《中国中铁深化改革三年行动实施方案(2020-2022年)》, 要求: 1) 管理经营方面, 对标世界一流企业, 健全市场化经营机制, 聚焦主业, 优化产业布局; 2) 技术研发方面, 对研发费用率、关键部件国产化率等提出具体要求。

化率、发明专利数量等提出要求；3) **财务指标方面**，要求营业收入利润率、营业收入复合增长率分别达到 3.6%、6%；4) **资本市场方面**，将全年加权股价变动率较同类可比公司变动情况纳入董事会考核高管管理指标，同时通过优化经营管理提高盈利能力和资本效率，加大市值管理。

- 2022 年初，公司实施限制性股票激励计划，首次授予限制性股票 1.71 亿股，对象包括高管（4 人）、中层管理人员及核心骨干（693 人），授予价 3.55 元/股，人均获授 24.5 万股，解锁条件要求 22-24 年扣非净利润复合增速均不低于 12%，扣非后 ROE 分别不低于 10.5%/11.0%/11.5%。

表6: 公司股权激励解除限售期业绩要求

解除限售期 业绩要求	
第一期	(1) 2022 年扣非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 年归母扣非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 年完成国务院国资委经济增加值（EVA）考核目标。
	(1) 2023 年扣非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 年归母扣非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。
第二期	(1) 2024 年扣非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 年归母扣非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) 2025 年扣非加权平均净资产收益率不低于 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； (2) 以 2020 年为基准，2025 年归母扣非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) 2025 年度完成国务院国资委经济增加值（EVA）考核目标。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

涉房企业再融资放开，强化建筑央企市值管理动力。此前，涉房企业融资被严控，同时国资委要求央企资产负债率不高于 75%，建筑央企业务扩张受到限制。10 月 20 日，证监会允许少量满足要求的涉房企业再融资，11 月 28 日，“第三支箭”落地，涉房建筑企业股权再融资全面放开。新政解除了涉房建筑企业进行再融资的关键限制，资产负债率小于 75% 和市净率大于 1 成为涉房建企再融资的仅剩的阻碍，预计相关建筑企业的市值管理工作将更加积极。

表7: 建筑央企涉房业务情况及市净率（PB 截至 2023 年 1 月 9 日）

	2022 H1		2021		PB
	涉房业务营收占比	涉房业务利润占比	涉房业务营收占比	涉房业务利润占比	
中国铁建	4.0%	7.4%	5.0%	9.1%	0.48
中国中铁	4.2%	6.6%	4.7%	10.2%	0.56
中国中冶	3.1%	3.7%	4.3%	9.5%	0.76
中国建筑	14.3%	29.5%	17.5%	32.6%	0.64
中国交建	未披露涉房业务经营数据，涉房业务规模非常小				0.56
中国化学	未披露涉房业务经营数据，涉房业务规模非常小				1.01
中国能建	未披露				1.08
中国电建	已剥离				1.07

资料来源：iFinD，公司公告，国信证券经济研究所整理

加快完善契合国企特点的估值方法，扭转“折价”趋势。11 月 21 日，证监会主席易会满在 2022 金融界论坛年会上指出，国有上市公司应加强投资者关系管理，让市场更好地认识其内在价值。国企作为国民经济的重要支柱，长期被低估。当前亟需完善中国特色现代资本市场以更好服务国家战略，加快完善契合国企特点的估值方法。低估值建筑国央企估值回归动力进一步凸显。

展望：基建头部效应增强，国际工程复苏可期

基建头部效应增强，中铁作为基建龙头受益确定性强

建筑企业核心竞争力来源于其对上游建设需求的匹配能力。在项目建设模式发生重大变化的同时，上游业主端也对建筑企业提出了新的需求：1) 对资质要求更高。项目更加综合，项目招标对资质要求也就更高；2) 对资金实力和风险控制能力要求更高。专项债+特许经营的模式就规避了PPP中政府支出责任不超过10%的红线，对政府当期的财政压力较小，新的综合性项目将要求建筑企业承担更多前期投入并且控制后期运营风险；3) 更强调项目项目策划、规划设计、产业导入能力。更加复杂的项目更考验总包单位的综合能力。

表8：部分上市建筑公司旗下施工总承包特级资质、设计综合甲级资质梳理

上市公司	公路工程	建筑工程	市政公用	铁路工程	水利水电	冶金工程	港口航道	石油化工	电力工程	矿山工程	设计综合甲级
中国中铁	54	41	24	18	1		1				4
中国建筑	11	34	19				1	2			1
中国铁建	36	16	15	17	1		1			1	4
中国交建	30	3	2				10				8
中国电建	1	5	3		18				4		9
中国中冶	5	14	7			13				1	5
中国能建	2	2			6				2		9
中国化学	1							4			6
四川路桥	2										
上海建工		6	1								
陕西建工	1	9	4					1			

资料来源：中国建筑业协会，公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

图58：建筑央企总营收的稳定性（单位：亿元）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

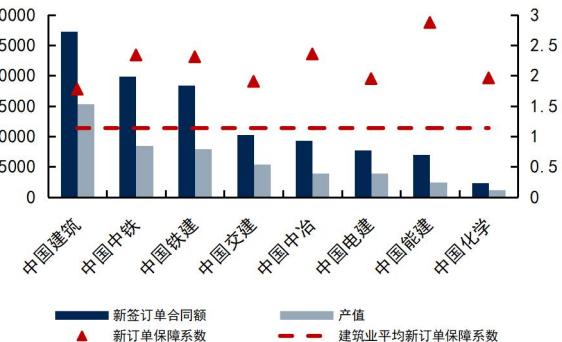
图59：建筑央企归母净利润的稳定性（单位：亿元）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图60: 建筑央企新签订单合同额及增速 (单位: 亿元)


资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

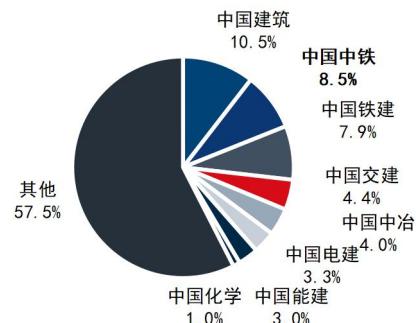
图61: 建筑央企新订单保障系数 (单位: 亿元, 倍)


资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理 (注: 新订单保障系数=本年度新签合同/本年度完成产值)

大型央企集中度快速提升。2022 年前三季度, 建筑业新签合同额 23.43 万亿元, 同比增长 6.8%, 八大建筑央企新签合同额 9.95 万亿元, 同比增长 19.1%, 明显高于行业总体增速, 由合同额占比衡量的行业集中度指标由 2018 年的 30% 不断提升至 2022 年 9 月的 42.5%。其中, **中国中铁前三季度新签合同额占比 8.5%, 仅次于中国建筑。**

图62: 八大央企新签合同额及市占率 (单位: 亿元)


资料来源: iFinD, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

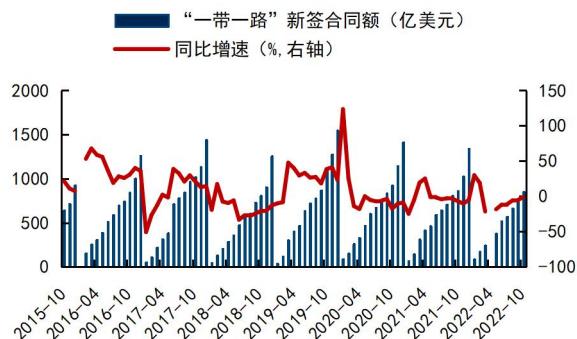
图63: 2022 年前三季度建筑业新签合同额分布


资料来源: iFinD, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

国际经营环境严峻, 但复苏可期

疫情影响下对外承包工程承压, 国际经营环境严峻。2021 年/2022 年前十月, 我国对外承包工程新签合同额 2585/1648 亿美元, YOY 1.2%/-4.5%, 完成营业额 1594/1190 亿美元, YOY -0.6%/2.9%, 新签明显承压, 完成合同额边际改善。对外工程承包中, “一带一路”沿线国家新签合同额和完成营业额分别占总额的 52% 和 54%, 是国际工程的重要组成。当前国际经营环境总体严峻, 受地缘政治波动、新冠疫情等多重因素影响, 对外承包工程开展困难重重。

图64: 对外工程承包新签合同额及增速: 一带一路 (单位: 亿美元, %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图65: 对外工程承包完成营业额及增速: 一带一路 (单位: 亿美元, %)

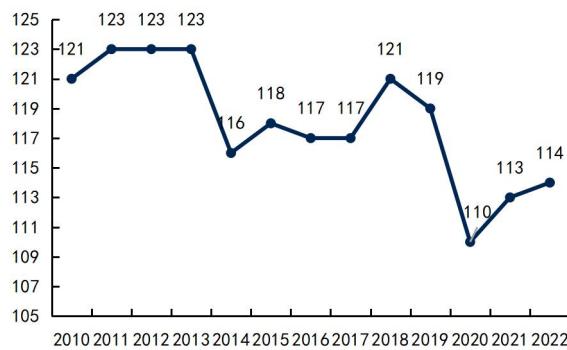


资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

“一带一路”市场广阔，国际工程复苏可期：

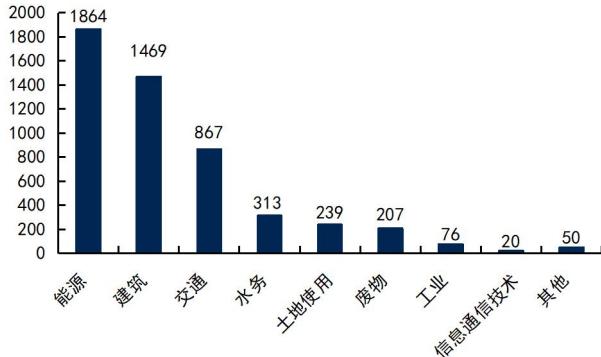
- 1) **“一带一路”国家疫情缓和，经济逐渐复苏。**“一带一路”大部分国家的新冠肺炎新增及死亡病例均出现下降，防疫政策大幅放松。许多国家国内生产生活基本恢复疫情前水平，并开放了边境限制。经济整体也在持续恢复，2022年上半年，菲律宾/马来西亚/越南/印度尼西亚分别实现7.8%/8.9%/6.4%/5.2%的经济增长。
- 2) **发展基建仍是许多国家实现经济稳增长的重要部分。**根据中国对外承包工程商会，2022年“一带一路”国家基础设施发展指数小幅回升，虽然地缘政治冲突等的不确定性仍在，但基建稳增长已成为大多数国家的共识。绿色基建发展是当下基建投资的重要增长点，2021年全球绿色债券已累计发行15987亿美元。
- 3) **我国共建“一带一路”绿色发展进程加快，建筑企业国际影响力较强。**2022年4月，发改委《关于推进共建“一带一路”绿色发展的意见》提出，到2025年绿色基建、绿色能源、绿色交通、绿色金融等领域务实合作扎实推进，包括直接的新能源产业对外投资合作，水电、核电、风电等清洁能源项目设计建设等。适逢2023年“一带一路”十周年，绿色发展有望持续加速。

图66: “一带一路”国家基础设施发展指数



资料来源: 中国对外承包工程商会, 《“一带一路”国家基础设施发展指数报告(2022)》, 国信证券经济研究所整理

图67: 2021 全球绿色债券行业分布 (单位: 亿美元)



资料来源: 气候债券倡议组织, 《“一带一路”国家基础设施发展指数报告(2022)》, 国信证券经济研究所整理

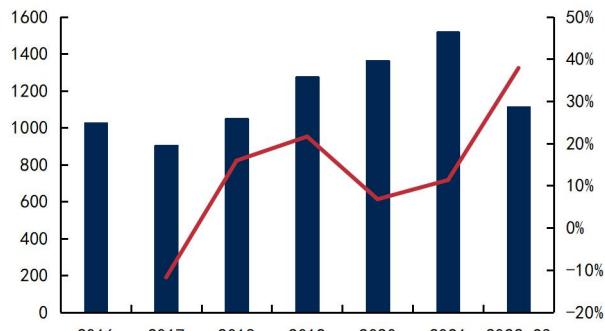
中国中铁深入实践“一带一路”倡议，抢抓海外市场机遇。面对全球疫情波折反复、安全局势动荡等不利因素，中国中铁海外新签合同增长额居建筑央企之首。2022前三季度中国中铁境外新签合同额同比增长38%，占公司总体新签6%。在建项目集中在孟加拉、马来西亚等“一带一路”国家，其中铁路项目约占35%，城市轨道交通约占20%。雅万高铁、匈塞铁路、孟加拉帕德玛大桥等重大工程稳步推进。公司承建的印尼雅万高铁是东南亚首条高速铁路，是“一带一路”倡议和“全球海洋支点”构想对接的重大标志性项目。

图68: 建筑央企 2022Q3 海外新签合同额 (单位: 亿元)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图69: 中国中铁海外新签合同额 (单位: 亿元)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件:

1. 公司 2019–2021 年营收分别为 8509/9748/10733 亿元，根据公司未来业务布局情况及各业务情况，预计公司 2022–2024 年总营业收入为 11865/13129/14577 亿元，同比增速 10.55%、10.65%、10.88%。
2. 预计公司未来三年营业成本/营业收入为前三年移动平均值。
3. 预计公司未来三年管理费用/营业收入缓慢减少，较前三年移动平均值减少 2%。
4. 预计公司未来三年研发费用/营业收入缓慢增多，较前三年移动平均值增加 2%。
5. 预计公司未来三年销售费用/营业收入为前三年移动平均值。
6. 预计公司未来三年营业税附加/营业收入为前三年移动平均值。
7. 预计公司未来三年所得税税率为前三年移动平均值。

表9: 公司各项业务盈利预测 (单位: 亿元)

	2019	2020	2021	2022 Q3	2022E	2023E	2024E
基建建设							
营收	7,316	8,441	9,234	7,340	10,256	11,379	12,669
_{yoY}	17.20%	15.38%	9.40%	7.49%	11.06%	10.95%	11.33%
新签订单	17,946	21,829	24,167	17,524	22,081	28,265	37,818
_{yoY}	25.09%	21.64%	10.71%	38.10%	26.01%	28.01%	33.80%
市政收入	3,847	4,740	5,258	未披露	5,890	6,528	7,163
_{yoY}	19.43%	23.21%	10.93%	未披露	12.02%	10.82%	9.74%
新签订单	11,743	14,178	16,879	13,459	17,446	23,132	31,715
_{yoY}	33.61%	20.73%	19.05%	49.10%	29.63%	32.59%	37.11%
铁路收入	2,234	2,166	2,159	未披露	2,181	2,181	2,181
_{yoY}	9.20%	-3.04%	-0.33%	未披露	1.00%	0.00%	0.00%
新签订单	3,112	3,554	4,336	1,579	1,646	1,660	1,557
_{yoY}	22.50%	14.18%	22.00%	-23.60%	4.19%	0.87%	-6.18%
公路收入	1,234	1,535	1,817	未披露	2,185	2,671	3,324
_{yoY}	26.59%	24.34%	18.39%	未披露	20.23%	22.25%	24.48%
新签订单	3,091	4,098	2,953	2,486	2,990	3,473	4,546
_{yoY}	2.46%	32.58%	-27.94%	56.20%	20.28%	16.18%	30.89%
其他							
收入	348	387	582	509	628	691	774
_{yoY}	-1.13%	11.29%	50.15%	45.88%	8.00%	10.00%	12.00%
新签订单	2,297	2,740	1,728	1,210	1,244	1,211	1,317
_{yoY}	57.74%	19.32%	-36.95%	26.10%	2.82%	-2.68%	8.75%
房地产开发							
收入	430	493	502	342	529	567	595
_{yoY}	-0.68%	14.58%	1.92%	56.50%	5.27%	7.26%	4.82%
新签订单	697	686	580	411	379	342	315
_{yoY}	31.40%	-1.61%	-15.36%	-6.30%	-7.76%	-9.80%	-7.95%
工程设备与零部件制造							
收入	170	231	238	181	267	300	319
_{yoY}	13.16%	35.94%	3.28%	-3.50%	12.22%	12.00%	6.42%
新签订单	421	543	613	443	510	562	616
_{yoY}	14.38%	28.96%	12.90%	3.10%	14.99%	10.33%	9.47%
勘察设计与咨询服务							
收入	162	162	176	128	185	192	201
_{yoY}	10.69%	0.09%	8.75%	8.16%	5.21%	3.75%	4.72%
新签订单	288	259	206	242	269	319	420
_{yoY}	30.30%	-10.24%	-20.53%	64.80%	11.34%	18.54%	31.56%
合计							
收入	8,509	9,747	10,733	8,501	11,865	13,129	14,557
_{yoY}	14.92%	14.56%	10.11%	10.37%	10.55%	10.65%	10.88%
新签订单	21,649	26,057	27,293	19,831	24,484	30,700	40,486
_{yoY}	27.94%	20.36%	4.75%	35.20%	23.46%	25.39%	31.88%

资料来源: iFinD, 公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测

表10: 公司盈利预测假设条件

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入增长率	14.92%	14.56%	10.11%	10.55%	10.65%	10.88%	10.69%	10.74%
营业成本/营业收入	89.97%	89.74%	89.76%	89.83%	89.78%	89.79%	89.80%	89.79%
管理费用/营业收入	2.40%	2.21%	2.15%	2.21%	2.14%	2.12%	2.12%	2.08%
研发费用/营业收入	1.94%	2.24%	2.31%	2.21%	2.30%	2.31%	2.32%	2.36%
销售费用/销售收入	0.54%	0.52%	0.55%	0.54%	0.54%	0.54%	0.54%	0.54%
营业税及附加/营业收入	0.63%	0.59%	0.55%	0.59%	0.58%	0.57%	0.58%	0.58%
所得税税率	19.00%	18.37%	18.93%	18.77%	18.69%	18.80%	18.75%	18.75%
股利分配比率	67.74%	72.21%	74.44%	71.46%	72.70%	72.87%	72.35%	72.64%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

未来3年盈利预测

按上述假设条件，我们得到公司2022-2024年的营收分别为11865/13129/14577亿元，归母净利润分别为284/320/362亿元。

表11：未来三年盈利预测表（单位：百万元）

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1073272	1186502	1312864	1455704
营业成本	963406	1065799	1178663	1307069
销售费用	5948	6370	7028	7892
管理费用	24286	31222	33174	35927
研发费用	24756	26171	30142	33697
财务费用	3804	7796	8490	9411
营业利润	38782	39159	44077	50075
利润总额	37586	38512	43398	49235
归属于母公司净利润	27618	28361	31993	36243
EPS	1.12	1.15	1.30	1.48
ROE	10.03%	10.00%	11.00%	12.00%

资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理和预测

盈利预测的敏感性分析：公司以基础设施建设为主业，未来的新签项目、项目施工进度及结算节奏将决定公司未来净利润的增长速度。我们将盈利预测分为乐观、中性和悲观预测：1) 在乐观情况下，公司营收及毛利率水平均不同程度好于预期；2) 在悲观情况下，公司营收及毛利率均不同程度不及预期；3) 在中性预测条件下，公司2022-2024年EPS分别为1.15/1.30/1.48元

表12：盈利预测情景分析（乐观、中性、悲观）

乐观预测	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	974749	1073272	1188766	1317902	1464158
(+/-%)		10.1%	10.8%	10.9%	11.1%
净利润（百万元）	25188	27618	45263	50762	57218
(+/-%)		9.6%	63.9%	12.1%	12.7%
EPS（元）	1.03	1.12	1.84	2.07	2.33
中性预测	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	974749	1073272	1186502	1312864	1455704
(+/-%)		10.1%	10.6%	10.7%	10.9%
净利润（百万元）	25188	27618	28344	31922	36075
(+/-%)		9.6%	2.6%	12.6%	13.0%
EPS（元）	1.03	1.12	1.15	1.30	1.48
悲观预测	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	974749	1073272	1184237	1307836	1447283
(+/-%)		10.1%	10.3%	10.4%	10.7%
净利润（百万元）	25188	27618	11652	13391	15347
(+/-%)		9.6%	-57.8%	14.9%	14.6%
EPS（元）	1.03	1.12	0.47	0.54	0.62

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。值得注意的是，绝对估值虽更能反映公司实际价值，但考虑到公司股价长期被市场低估，绝对估值偏离实际股价过多，相对估值更能反映市场实际情况。因此主要以相对估值为主，绝对估值可作为股价上限参考。

绝对估值：每股价值 8.5 元，较当前股价有 55.4% 的空间

未来 5 年估值假设条件见下表：

表13: 资本成本假设（截至 2023 年 1 月 12 日）

无杠杆 Beta	1.1	T	18.77%
无风险利率	3%	Ka	9.6%
股票风险溢价	6%	有杠杆 Beta	3.14
公司股价（元）	5.47	Ke	21.85%
发行在外股数（百万）	24571	E/(D+E)	30.45%
股票市值(E, 百万元)	134403	D/(D+E)	69.55%
债务总额(D, 百万元)	307054	WACC	9.02%
Kd	4.20%	永续增长率（10 年后）	1.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

我们采用 FCFE 现金流折算法对公司进行估值，相关假设数据见上文。据此估算出公司股票价值为 2090 亿元，折合每股价值 8.5 元，较当前股价有 55.4% 的空间。

表14: FCFF 现金流折算法估值表（单位：百万元）

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
FCFF	22633.0	31289.8	23064.4	28018.3	30177.7
(利息费用-利息收入)*(1-t)	-6351.8	-6981.7	-7827.1	-8804.9	-9715.0
长期贷款的增加/(减少)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
循环贷款的增加(减少)	12445.0	23326.1	31882.6	27159.8	28522.0
FCFE	28726.1	47634.2	47120.0	46373.2	48984.8
PV(FCFE)	23,575.3	32,083.5	26,046.5	21,037.4	18,237.6
股票价值	208967.6				
每股价值	8.5				

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析：当永续增长率和折现率同时变化时，公司绝对估值相对此两因素变化，得出公司绝对估值的股价区间在 8.02-9.06 元。

表15: 绝对估值折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

8.5	Ke 变化				
	20.8%	21.3%	21.85%	22.3%	22.8%
2.0%	9.06	8.82	8.59	8.37	8.16
1.5%	9.01	8.77	8.55	8.33	8.13
1.0%	8.96	8.73	8.50	8.29	8.09
0.5%	8.91	8.68	8.46	8.26	8.06
0.0%	8.87	8.64	8.43	8.22	8.02

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：每股价值为 6.5 元，较当前股价有 18.8% 的空间

公司为基建龙头，业务覆盖广，因此我们选取建筑央企龙头（中国建筑、中国铁建、中国交建、中国中冶）及基建地方龙头（四川路桥、隧道股份、上海建工）作为可比公司。根据市场一致预测，可比公司 2023 年 PE 均值为 5.34 倍，我们预测中国中铁 2023 年 PE 为 5.0，略低于行业均值，对应每股价值为 6.5 元，较当前股价有 18.8% 的空间。

表16: 可比公司估值比较 (2023年1月12日收盘价)

公司代码	公司名称	收盘价	总市值	EPS		PE	PB
		(元)	(亿元)	2022E	2023E	2022E	
601668.SH	中国建筑	5.39	2260.27	1.36	1.51	3.96	3.57
601186.SH	中国铁建	7.61	1033.4	2.04	2.27	3.73	3.35
601800.SH	中国交建	7.96	1286.79	1.25	1.4	6.37	5.69
601618.SH	中国中冶	3.19	661.08	0.47	0.54	6.79	5.91
600039.SH	四川路桥	10.77	670.58	1.23	1.5	8.76	7.18
600820.SH	隧道股份	5.21	163.81	0.95	0.93	5.48	5.60
600170.SH	上海建工	2.55	227.06	0.27	0.42	9.44	6.07
均值				1.08	1.22	6.36	5.34
601390.SH	中国中铁	5.47	1353.95	1.15	1.3	4.76	4.21
							0.55

资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理预测 (注: 可比公司估值均采用 iFinD 一致预测)

投资建议

公司作为基建央企龙头, 经营量质齐升, “稳增长”背景下, 主业基建+新兴业务水利工程增长可期。我们预测公司 2022-2024 年归母净利润 284/320/362 亿元, 每股收益 1.15/1.30/1.48 元, 对应当前股价 PE 为 4.76/4.21/3.70X。综合上述绝对估值和相对估值, 公司合理估值 6.5-8.5 元, 较当前股价有 18.8%-55.4% 溢价, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 6.5-8.5 元之间，但该估值建立在相关假设前提基础上的，特别是加权平均资本成本（WACC）的计算、可比公司估值参数的选定，都融入了很多主观判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

1. 加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 3.0%、风险溢价 6.0%，可能仍然存在没有完全评估风险溢价对该等参数取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；
2. 我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1%，可能因公司所处行业未来 10 年后充分饱和，出现负增长的情况，从而导致公司估值高估的风险；
3. 相对估值方面，我们选取了与公司同行业且地位相近的建筑央企龙头（中国建筑、中国铁建、中国交建、中国中冶）及基建地方龙头（四川路桥、隧道股份、上海建工）作为可比公司，以可比公司 2023 年平均 PE 5.34 做为相对估值的参考，同时考虑公司 PE 长期偏低，在行业平均动态 PE 的基础上稍微折价，最终给予公司 2023 年 5 倍 PE 估值，可能存在公司估值偏高的风险。

盈利预测的风险

我们对公司的盈利预测建立在较多假设前提的基础上，包括：

1. 营业收入增长率：我们假设公司未来三年营业收入增速 10.6%/10.7%/10.9%，可能存在对公司项目回报率、结算进度偏乐观，进而高估未来三年业绩的风险；
2. 营业成本、管理费用、研发费用、销售费用、营业税及附加、所得税税率等的假设基本采用前三年移动平均的方式，可能存在未来出现特殊波动，导致对公司盈利预测存在较大偏差的风险。

宏观经济波动风险

公司基建业务占比近 90%，铁路、公路、市政等其他相关基建业务较依赖于政策支持及政府投资。一方面基建建设、PPP 项目等受宏观经济运行影响较大，有政策不及预期风险；另一方面，2022 年基建投资高增，未来几年基于 2022 年高基数，面临着基建投资增速不达预期风险。

项目投资风险

PPP 模式主要目的在于解决建设过程中地方财政资金不足以及借助社会资本、技术优势等解决基建运营管理事项。但在具体实施中，项目可行性研究不足、合同条款宽泛，可能因投资信息不充分、决策不严谨等问题，导致资金使用效率不高，投资回报率低于预期。

国际投资经营风险

境外投资风险指企业境外投资受到当地社会、政治、经济、文化、政策法规、国内的相关政策以及企业国际化人才储备等因素的影响，可能产生投资失败、投资回报低于预期、人员安全保障低、企业声誉受损等风险。此外，由于受国际政治

形势、外交政策变化、政府行政干预等因素的影响，可能使公司境外施工项目不能正常进行。

财务风险

公司 2021 年应收款项达 1451 亿元，规模较大，客户财务状况恶化可能导致公司应收账款无法收回或者周转率下降，影响公司正常经营的运营资金和现金流。此外，如对现金流管理不当，无法满足经营中及时付款、投资支出或及时偿还公司债务的要求，导致公司面临经济损失或者信誉损失的可能性。

同业竞争加剧风险

公司主营的基建业务存在较强劲的竞争对手：中国铁建，其工程承包业务营收占比 89.7%。截至 2022 三季度末，中国铁建新签合同 18437 亿元，同比增长 17.7%，占建筑业总新签 7.9%，次于中国建筑、中国中铁，排第三名。随着未来建筑行业集中度逐步提升，公司面临龙头央企竞争逐步加剧导致订单及收入不及预期的风险。

其他风险

公司面临建筑工程项目的施工安全风险，包括企业在管理制度执行、措施落实、技术管理、分包管理、设备管理、事故处理等方面缺乏有效管理而导致企业发生的重大生产安全事故，存在安全隐患。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	174768	178913	170613	174765	174764	营业收入	974749	1073272	1186502	1312864	1455704
应收款项	145080	159619	182656	197589	219893	营业成本	874773	963406	1065799	1178663	1307069
存货净额	192662	203446	246552	260735	289338	营业税金及附加	5724	5930	7006	7572	8345
其他流动资产	200664	248979	261050	287893	325730	销售费用	5020	5948	6370	7028	7892
流动资产合计	741787	800788	865871	925982	1014725	管理费用	22587	24286	31222	33174	35927
固定资产	71397	74398	103339	137236	171464	研发费用	21838	24756	26171	30142	33697
无形资产及其他	77620	125625	120600	115575	110550	财务费用	5092	3804	7820	8587	9639
投资性房地产	230821	264755	264755	264755	264755	投资收益	798	631	694	764	840
长期股权投资	78497	96160	116403	135195	154094	资产减值及公允价值变动	(5540)	(4231)	(3674)	(4482)	(4129)
资产总计	1200122	1361726	1470967	1578742	1715588	其他收入	(23234)	(27516)	(26171)	(30142)	(33697)
短期借款及交易性金融负债	78381	99467	111912	135238	167121	营业利润	33578	38782	39135	43980	49847
应付款项	384565	405520	470778	512339	565554	营业外净收支	(195)	(1195)	(647)	(679)	(840)
其他流动负债	242198	282873	303377	336262	376289	利润总额	33383	37586	38489	43302	49007
流动负债合计	705144	787860	886067	983840	1108964	所得税费用	6134	7117	7224	8094	9213
长期借款及应付债券	161676	195142	195142	195142	195142	少数股东损益	2062	2852	2920	3286	3718
其他长期负债	20108	20381	22493	22886	23812	归属于母公司净利润	25188	27618	28344	31922	36075
长期负债合计	181784	215523	217635	218028	218954	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	886928	1003384	1103703	1201868	1327918	净利润	25188	27618	28344	31922	36075
少数股东权益	57849	83072	83905	84802	85811	资产减值准备	4231	(2042)	(166)	(49)	108
股东权益	255345	275271	283359	292072	301859	折旧摊销	9036	9459	12414	13063	13953
负债和股东权益总计	1200122	1361726	1470967	1578742	1715588	公允价值变动损失	5540	4231	3674	4482	4129
						财务费用	5092	3804	7820	8587	9639
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	1069	(47711)	9494	18831	5531
每股收益	1.03	1.12	1.15	1.30	1.47	其它	(3658)	2770	1000	946	901
每股红利	0.74	0.84	0.82	0.94	1.07	经营活动现金流	41405	(5675)	54760	69193	60697
每股净资产	10.39	11.20	11.53	11.89	12.29	资本开支	0	(4940)	(39837)	(46367)	(47393)
ROIC	8.03%	7.57%	7%	8%	8%	其它投资现金流	(5828)	18782	4831	0	0
ROE	9.86%	10.03%	10%	11%	12%	投资活动现金流	(24299)	(3821)	(55249)	(65159)	(66292)
毛利率	10%	10%	10%	10%	10%	权益性融资	(776)	27319	0	0	0
EBIT Margin	5%	5%	4%	4%	4%	负债净变化	44922	41609	0	0	0
EBITDA Margin	6%	5%	5%	5%	5%	支付股利、利息	(18187)	(20560)	(20256)	(23209)	(26288)
收入增长	15%	10%	11%	11%	11%	其它融资现金流	(53190)	(55777)	12445	23326	31883
净利润增长率	6%	10%	3%	13%	13%	融资活动现金流	(497)	13640	(7811)	117	5594
资产负债率	79%	80%	81%	81%	82%	现金净变动	16610	4144	(8300)	4152	(1)
股息率	13.5%	15.3%	15.1%	17.3%	19.6%	货币资金的期初余额	158158	174768	178913	170613	174765
P/E	5.3	4.9	4.7	4.2	3.7	货币资金的期末余额	174768	178913	170613	174765	174764
P/B	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	企业自由现金流	0	(3514)	22633	31290	23064
EV/EBITDA	19.0	19.5	19.9	19.3	19.1	权益自由现金流	0	(17682)	28726	47634	47120

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032