

中国铁建 (601186.SH)

基建综合“国家队”，价值重估可期

买入

核心观点

特大型建筑央企，万亿营收财务稳健。公司 2008 年上市，前身为解放军铁道兵，由国资委控股，是全球领先的特大型综合建设集团之一。2021 年营收已超万亿，业绩稳健可持续。2022 年，截至 Q3 实现营业收入 7984.2 亿元（+8.6%），全年新签合同额 32450 亿元（+15.1%）。公司主营工程承包，同时培优拓新，布局工业制造、物资物流等产业。

行业：基建投资景气持续，大交通领域空间仍在。1) 专项债前置发力，基建投资持续回暖：2023 年伊始，财政部已提前下达新增地方政府专项债务限额 2.19 万亿元，同比增加 50%，同时开复工提速，实物工作量有望加速落地；2) 交通领域投资持续高增，两路一轨空间仍在：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；3) 行业集中度提升，海外工程复苏可期：截至 2022Q3，建筑业新签合同额 23.4 万亿元（+6.8%），八大建筑央企新签合同额 9.95 万亿元（+19.1%），适逢“一带一路”十周年与第三届“一带一路”峰会，海外业务增长可期。

公司：大基建业务稳固，多元业务协同。1) 大基建主业根基稳固，结构持续优化：工程承包营收占比 87.6%，其中毛利率较低的铁路、公路业务占比下降，毛利率较高的市政、房建等业务占比提升；2) 多元业务拓展积极，海外业务势头强劲：公司非工程承包业务包括勘察设计、工业制造、物资物贸等，2021 年营收贡献 19.2%，毛利贡献 28.8%，盈利能力强，2022 年海外新签合同额 3061 亿元（+18.9%），规模居建筑央企之首；3) 资本运营以融促产，财务指标稳健：2021 年公司子公司铁建重工挂牌上市，系央企首例分拆上市，2022 年成立国金中国铁建高速 REIT，系西部首单基础设施 REITs。

估值与投资建议：公司作为特大型建筑央企，万亿营收财务稳健，基建投资景气持续，叠加“一带一路”工程复苏，公司价值回归动力充足。我们预测公司 2022-2024 年归母净利润 243/264/281 亿元，每股收益 1.79/1.94/2.07 元，对应当前股价 PE 为 4.91/4.53/4.24X。综合绝对估值和相对估值，公司合理估值 10.67-12.53 元，较当前股价有 21.5%-42.7%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)	910,325	1,020,010	1,128,233	1,253,129	1,397,865
(+/-%)	9.6%	12.0%	10.6%	11.1%	11.6%
净利润(百万元)	22393	24691	24270	26376	28063
(+/-%)	10.9%	10.3%	-1.7%	8.7%	6.4%
每股收益(元)	1.65	1.82	1.79	1.94	2.07
EBIT Margin	4.1%	4.6%	3.7%	3.6%	3.5%
净资产收益率 (ROE)	8.8%	9.2%	8.9%	9.6%	10.0%
市盈率 (PE)	5.3	4.8	4.9	4.5	4.2
EV/EBITDA	20.0	17.8	24.2	25.0	25.4
市净率 (PB)	0.47	0.44	0.44	0.43	0.42

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	10.67 - 12.53 元
收盘价	8.78 元
总市值/流通市值	119228/119228 百万元
52 周最高价/最低价	9.08/6.83 元
近 3 个月日均成交额	670.52 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

《国信证券-中国铁建-601186-2020 年年报点评：业绩稳健，估值吸引力突出》——2021-04-02

《国信证券-中国铁建-601186-深度报告-基建龙头，低估值价值凸显》——2021-03-18

内容目录

特大型建筑央企，万亿营收财务稳健	5
前身铁道兵，特大型建筑央企龙头	5
业绩稳健可持续，主营工程承包	6
行业分析：基建投资景气持续，大交通领域空间仍在	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	11
行业集中度提升，海外工程复苏可期	13
公司分析：大基建业务稳固，多元业务协同	16
大基建主业根基稳固，结构持续优化	16
多元业务拓展积极，海外业务势头强劲	18
资本运营以融促产，财务指标稳健	20
盈利预测	24
假设前提	24
未来 3 年盈利预测	26
估值与投资建议	27
绝对估值：每股价值 12.53 元，较当前股价有 42.7%的空间	27
相对估值：每股价值为 10.67 元，较当前股价有 21.5%的空间	28
投资建议	29
风险提示	30
财务预测与估值	32

图表目录

图 1: 公司历史沿革	5
图 2: 公司股权结构	5
图 3: 公司历年营业收入及增速	6
图 4: 公司历年归母净利润及增速	6
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: 公司业务布局	7
图 8: 建筑央企市占率估算	7
图 9: 公司各业务历年营收占比	7
图 10: 2022 H1 公司各业务营收贡献	8
图 11: 2022 H1 公司各业务毛利贡献	8
图 12: 固定资产投资完成额与 GDP 增速对比 (单位: %)	8
图 13: 固定资产投资完成额分构成累计同比 (单位: %)	8
图 14: 固定资产投资完成额分领域累计同比 (单位: %)	9
图 15: 固定资产投资中国家预算内资金累计同比 (单位: %)	9
图 16: 地方政府债权发行情况 (单位: 亿元)	9
图 17: 2019-2023 年专项债提前批额度 (单位: 万亿元)	10
图 18: 2023 年地方债提前批地方分配前五省市 (单位: 亿元)	10
图 19: 完成交通固定资产投资及增速 (单位: 亿元)	12
图 20: 完成交通固定资产投资及增速: 铁路 (单位: 亿元)	12
图 21: 铁路营业里程及增速 (单位: 万公里)	12
图 22: 2020 年各国人均铁路保有量 (单位: 公里/万人)	12
图 23: 公路建设投资完成额及增速 (单位: 亿元)	13
图 24: 公路里程及增速 (单位: 万公里)	13
图 25: 市政建设固定资产投资完成额及增速 (单位: 亿元)	13
图 26: 轨交运营路线与规划路线规长度 (单位: 公里)	13
图 27: 建筑央企总营收的稳定性 (单位: 亿元)	14
图 28: 建筑央企归母净利润的稳定性 (单位: 亿元)	14
图 29: 建筑央企新签订单合同额及增速 (单位: 亿元)	14
图 30: 建筑央企新订单保障系数 (单位: 亿元, 倍)	14
图 31: 八大央企新签合同额及市占率 (单位: 亿元)	15
图 32: 2022 年前三季度建筑业新签合同额分布	15
图 33: 对外工程承包新签合同额及增速: 一带一路 (单位: 亿美元, %)	15
图 34: 对外工程承包完成营业额及增速: 一带一路 (单位: 亿美元, %)	15
图 35: “一带一路”国家基础设施发展指数	16
图 36: 2021 全球绿色债券行业分布 (单位: 亿美元)	16
图 37: 工程承包业务营业收入及增速 (单位: 亿元)	17

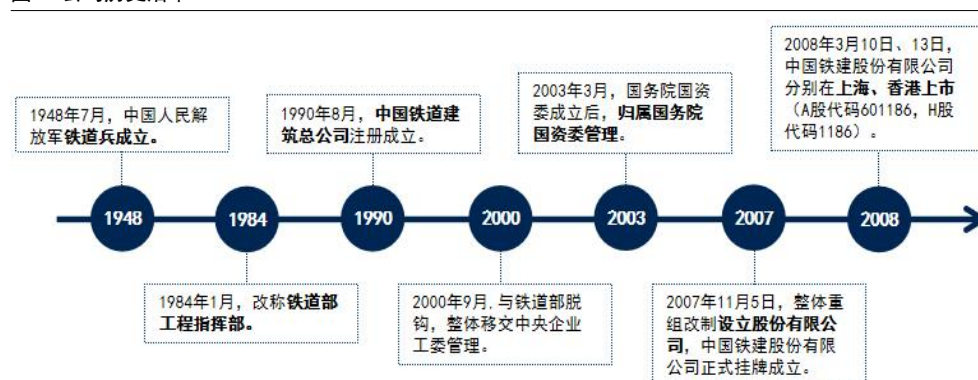
图 38: 工程承包业务新签合同额及增速 (单位: 亿元)	17
图 39: 工程承包业务毛利率 (单位: %)	17
图 40: 工程承包业务新签合同额两路业务及其他业务占比	17
图 41: 2021 年工程承包业务新签合同额结构	18
图 42: 2022 Q3 工程承包细分业务新签合同额及增速 (单位: 亿元)	18
图 43: 工程业务与非工程业务营收贡献	19
图 44: 工程业务与非工程业务营收及增速 (单位: 亿元)	19
图 45: 工程业务与非工程业务毛利贡献	19
图 46: 非工程承包业务毛利率	19
图 47: 建筑央企 2022Q3 海外新签合同及份额 (单位: 亿元)	20
图 48: 中国铁建境外新签合同额及增速 (单位: 亿元)	20
图 49: 卡塔尔世界杯卢塞尔体育场	20
图 50: 出口巴西的钢轨	20
图 51: 铁建重工营业收入及增速	21
图 52: 国金中国铁建高速 REIT 交易结构图	21
图 53: 公司历年净资产收益率 (加权)	22
图 54: 公司历年销售毛利率、净利率	22
图 55: 公司历年期间费用率	22
图 56: 公司历年资产负债率	23
图 57: 公司历年流动比率及速动比率 (单位: 倍)	23
图 58: 公司历年收现比、付现比 (单位: 倍)	23
图 59: 公司历年现金流量 (单位: 亿元)	23
图 60: 公司历年总资产、存货、应收账款周转率	24
表 1: 2022 年度 ENR “TOP 250 国际承包商” 和 “TOP 250 全球承包商”	6
表 2: 截至二月初二, 全国 12220 个工程项目开复工情况	10
表 3: “基建稳增长” 相关政策表述汇总	11
表 4: 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	14
表 5: 公司 2021 年各区域房地产土地储备、开发、销售情况	18
表 6: 建筑央企涉房业务情况及市净率 (PB 截至 2023 年 3 月 6 日)	21
表 7: 公司各项业务盈利预测 (单位: 亿元)	25
表 8: 公司盈利预测假设条件	26
表 9: 未来三年盈利预测表 (单位: 百万元)	26
表 10: 盈利预测情景分析 (乐观、中性、悲观)	27
表 11: 资本成本假设 (截至 2023 年 3 月 8 日)	27
表 12: FCFF 现金流折算法估值表 (单位: 百万元)	28
表 13: 绝对估值折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	28
表 14: 可比公司估值比较 (2023 年 3 月 8 日收盘价)	29

特大型建筑央企，万亿营收财务稳健

前身铁道兵，特大型建筑央企龙头

中国铁建前身为解放军铁道兵。中国铁建股份有限公司（简称“中国铁建”）于2007年11月5日在北京成立，由中国铁道建筑集团有限公司独家发起设立，为国资委管理的特大型建筑企业。2008年3月10日和3月13日，公司分别在上海证券交易所和香港联交所上市。

图1：公司历史沿革

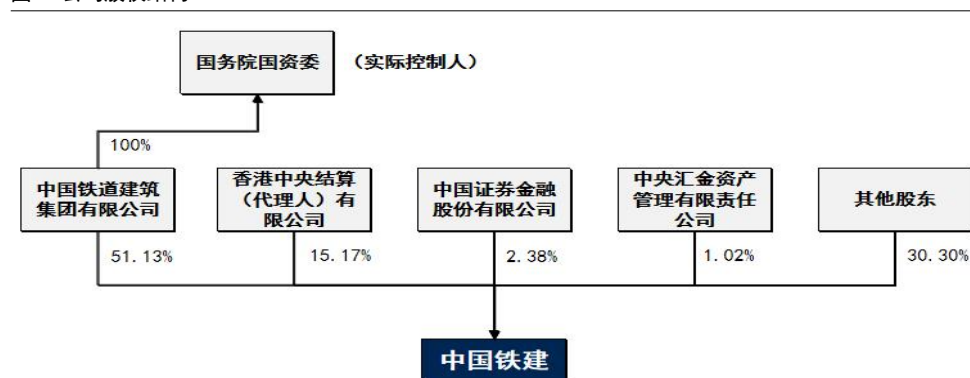


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

公司由国资委控股，是全球领先的特大型综合建设集团之一。公司控股股东为中国铁道建筑集团有限公司，持股比例为51.13%，实际控制人为国务院国资委。公司连续入选美国《工程新闻纪录》（ENR）杂志“全球250家最大承包商”，2022年排名第3位；连续入选《财富》杂志“世界500强”，2022年排名第39位；连续入选“中国企业500强”，2022年排名第11位。

公司拥有行业领先技术专家（1名工程院院士、11名国家勘察设计大师、11名“百千万人才工程”国家级人选），获国家级、省级奖项多次（国家科学技术奖87项、中国土木工程詹天佑奖123项、国家优质工程奖490项、中国建筑工程鲁班奖157项、省部级工法3838项），累计拥有专利24896项。

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

表1: 2022 年度 ENR “TOP 250 国际承包商” 和 “TOP 250 全球承包商”

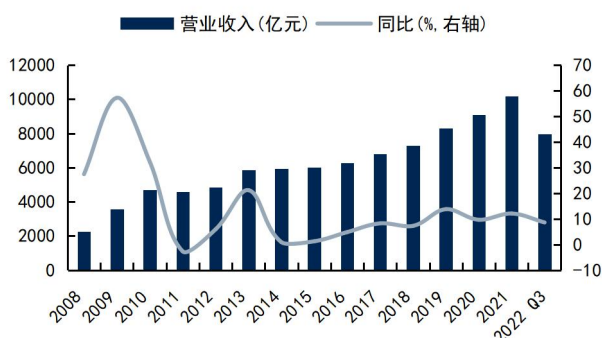
国际承包商 20 强			全球承包商 20 强		
排名	公司	总部所在地	排名	公司	总部所在地
1	ACS 集团/豪赫蒂夫 (Grupo ACS/Hochtief)	西班牙	1	中国建筑	中国
2	万喜 (VINCI)	法国	2	中国中铁	中国
3	中国交建	中国	3	中国铁建	中国
4	布伊格 (Bouygues)	法国	4	中国交建	中国
5	斯特拉巴格 (STRABAG)	奥地利	5	中国电建	中国
6	中国电建	中国	6	中国中冶	中国
7	中国建筑	中国	7	上海建工	中国
8	斯堪斯卡 (Skanska AB)	瑞典	8	万喜 (VINCI)	法国
9	法罗里奥 (Ferrovia)	西班牙	9	绿地大基建集团	中国
10	中国铁建	中国	10	ACS 集团/豪赫蒂夫 (Grupo ACS/Hochtief)	西班牙
11	中国中铁	中国	11	中国能建	中国
12	赛班 (Saipem SpA)	意大利	12	布伊格 (Bouygues)	法国
13	现代建设	韩国	13	北京城建	中国
14	埃法日 (Eiffage)	法国	14	陕西建工	中国
15	福陆 (Fluor)	美国	15	山西建设	中国
16	webuild SpA	意大利	16	中国化学	中国
17	中国能建	中国	17	斯特拉巴格 (STRABAG)	奥地利
18	皇家 BAM 建筑集团 (Royal BAM Group nv)	荷兰	18	埃法日 (Eiffage)	法国
19	柏克德 (Bechtel)	美国	19	湖南建工	中国
20	中国化学	中国	20	安徽建工	中国

资料来源:《工程新闻记录》(ENR), 国信证券经济研究所整理 (备注: 国际承包商根据每个公司在各自国家以外的项目产生的承包收入排名, 全球承包商根据每个公司总承包收入排名)

业绩稳健可持续, 主营工程承包

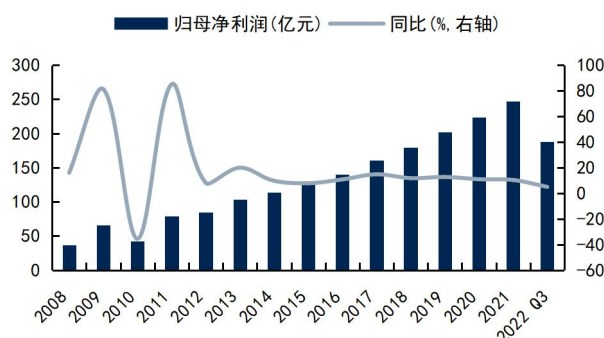
营收超万亿, 业绩稳健可持续。2021 年, 中国铁建实现营业收入 10200 亿元, 同比增长 12.1%, 首次迈上万亿大关; 实现归母净利润总额 246.9 亿元, 同比增长 10.3%; 2022 年前三季度, 公司实现营业收入 7984.2 亿元, 同比增长 8.6%, 实现归母净利润 187.5 亿元, 同比增长 4.9%。2022 全年, 公司新签合同额 32450 亿元, 同比增长 15.1%。公司资产负债率自 2013 年 84.8% 逐年下降至 2021 年 74.4%, 财务结构持续优化。

图3: 公司历年营业收入及增速



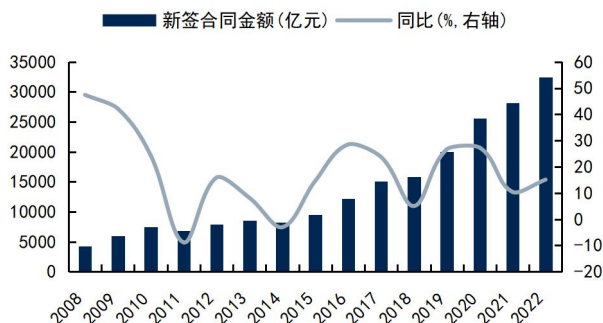
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司历年归母净利润及增速



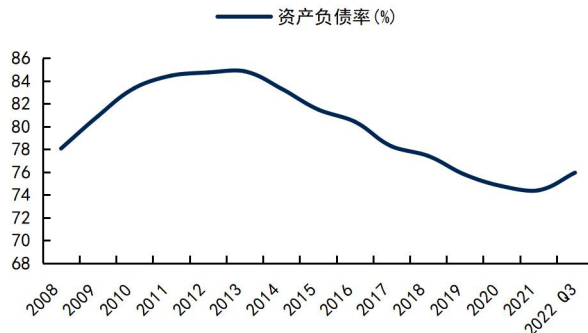
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

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

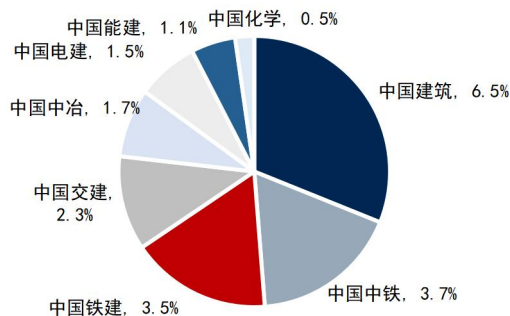
公司主营工程承包，培优拓新，布局新兴产业。公司以施工承包为主发展了规划设计咨询、工业制造、物资物流等业务，形成了完整的行业产业链。公司主营工程承包业务在2021年实现营收8938亿元，同增9.9%，占比87.6%，毛利率7.9%；房地产业务2021年实现营收507亿元，同增23.8%，占比4.97%，毛利率17.6%。截至2022年上半年，公司工程承包业务占比89.7%，较去年增2.04pct，房地产业务占比3.96%，较去年减少1.01pct。

图7: 公司业务布局



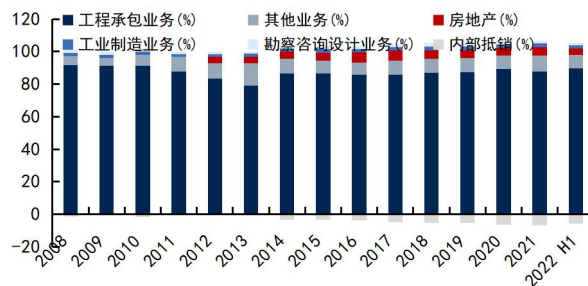
资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图8: 建筑央企市占率估算



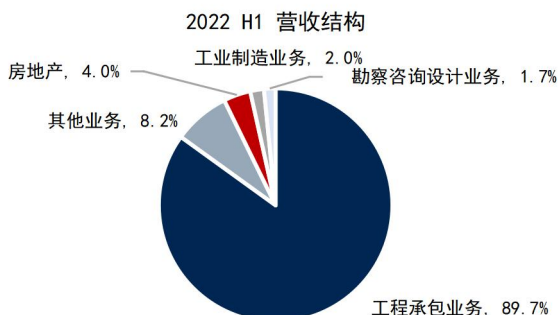
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图9: 公司各业务历年营收占比



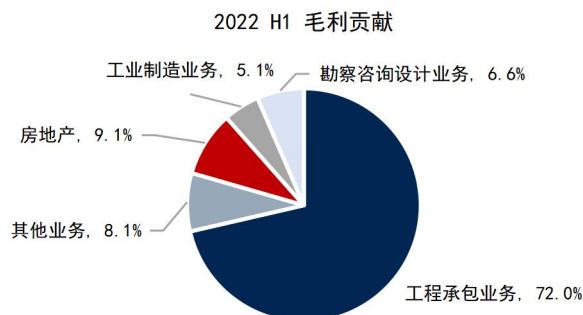
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图10: 2022 H1 公司各业务营收贡献



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图11: 2022 H1 公司各业务毛利贡献



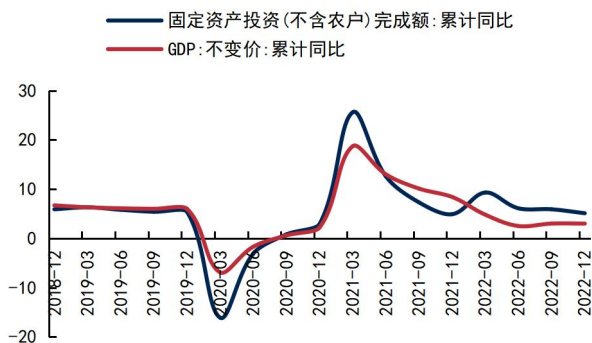
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

行业分析：基建投资景气持续，大交通领域空间仍在

专项债前置发力，基建投资持续回暖

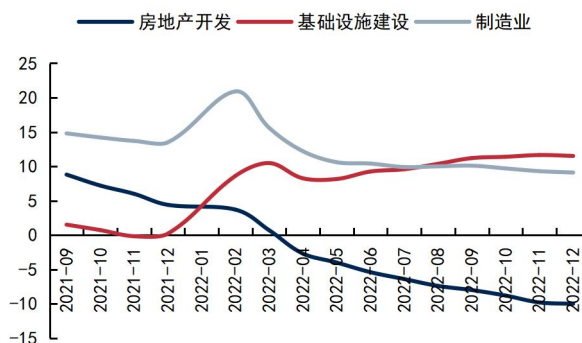
政策转向稳增长后，基建投资持续回暖。2022 年全国固定资产投资累计同比增长 5.1%，高于全年 3% 的 GDP 增速，相较 2021 全年（固定资产累计同比增长 4.9%，GDP 增速 8.1%）有效投资需求充足。其中电力、热力、燃气及水的生产和供应业同比增长 19.3%，水利、环境和公共设施管理业同比增长 10.3%，交通运输、仓储和邮政业同比增长 9.1%，高于固定资产投资完成额总体增长水平。自 2021 年底提出“稳增长”和“超前基建”后，基建投资增速快速上扬，在房地产投资快速下滑的情况下支撑起了固定资产投资增速保持稳定。

图12: 固定资产投资完成额与 GDP 增速对比（单位：%）



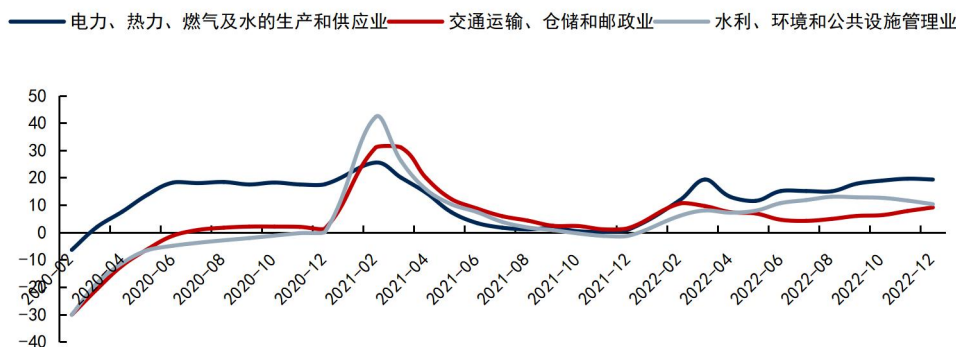
资料来源: iFinD, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图13: 固定资产投资完成额构成累同比（单位：%）



资料来源: iFinD, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

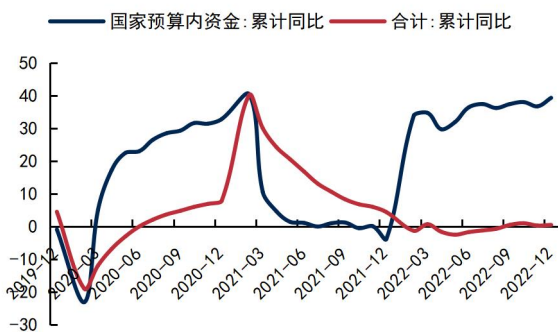
图14: 固定资产投资完成额分领域累计同比 (单位: %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

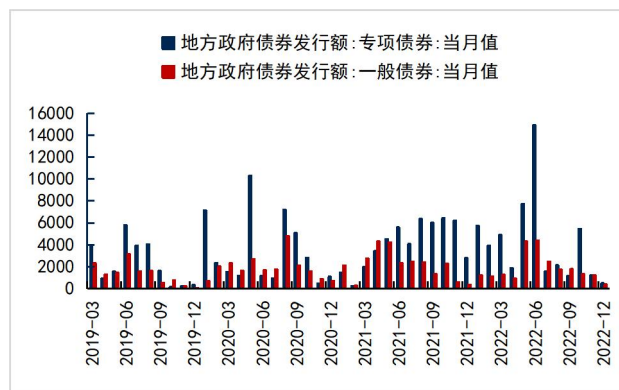
专项债发力, 预算内资金支撑基建投资高增长。2022 年固定资产投资资金来源中国家预算内资金同比高增 39.3%, 同期固定资产投资合计资金来源仅增长 0.5%, 印证财政资金成为拉动基建投资的主要发力点。受到减税降费政策和土地市场低迷的影响, 2022 年国家一般公共预算收入同比仅增 0.6%, 政府性基金收入同比-20.6%, 专项债成为财政支持预算内资金的关键手段。

图15: 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

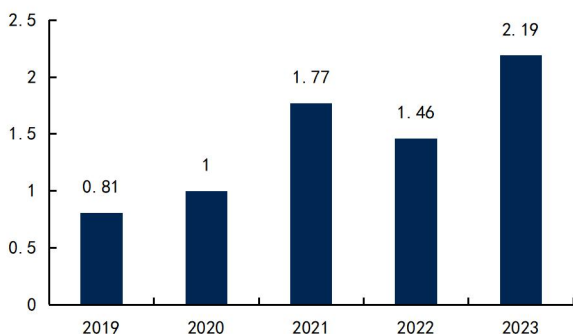
图16: 地方政府债券发行情况 (单位: 亿元)



资料来源: iFinD, 财政部, 国信证券经济研究所整理

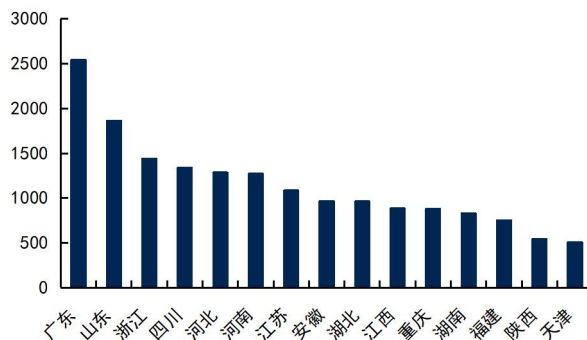
2023 年专项债发行延续上年前置特征。2022 年全年安排新增地方专项债额度 3.65 万亿元, 加上 9 月国务院另外部署的 5000 亿元专项债结存限额, 共有 4.15 万亿元的发行空间。2022 专项债发行前置, 上半年累计发行 3.92 万亿元, 净新增 3.41 万亿元, 上半年即完成发行目标的 94.2%。2023 年伊始, 据各省市预算报告显示, 财政部已经提前下达 2023 年新增地方政府专项债务限额 2.19 万亿元, 创历史新高, 提前批同比增加 50%。从各省市分配额度看, 广东、山东、浙江、四川和河北分配额位居前五, 分别为 2543/1865/1439/1339/1286 亿元。

图17: 2019-2023 年专项债提前批额度 (单位: 万亿元)



资料来源: 财政部, 各省市财政部门, 国信证券经济研究所整理

图18: 2023 年地方债提前批地方分配前十五省市 (单位: 亿元)



资料来源: 各省市财政部门, 国信证券经济研究所整理

开复工提速, 实物工作量有望加速落地。据百年建筑调研, 截至二月初二, 全国 12220 个工程项目开复工率为 86.1%, 较正月廿四提升 9.6 个百分点, 农历同比提升 5.7 个百分点; 劳务到位率 83.9%, 较正月廿四提升 15.7 个百分点, 农历同比提升 2.8 个百分点。华东、华中区域开工率已超 90%, 市政、基建、房建开复工率分别为 88.2%/87.3%/84.1%。

表2: 截至二月初二, 全国 12220 个工程项目开复工情况

区域	总开工率	周环比	农历同比	劳务到位率	周环比	农历同比
全国	86.1%	9.6	5.7	83.9%	15.7	2.8
华东	92.9%	10.4	7.5	89.3%	16.5	4.6
华南	83.0%	6.9	-3.4	84.6%	13.9	-0.3
华中	90.8%	7.2	11.8	86.6%	9.9	6.3
西南	85.1%	14.1	12.1	84.2%	28.4	4.0
西北	58.7%	8.0	-3.4	51.5%	13.9	-6.7
华北	63.6%	10.1	14.9	66.3%	6.8	9.5
东北	21.4%	7.1	-19.5	31.4%	18.6	-17.7

资料来源: 百年建筑网, 国信证券经济研究所整理

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。2023 年 1 月, 国常会指出要深入落实稳经济一揽子政策和接续措施, 推动重大项目建设、设备更新改造形成更多实物工作量。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3: “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，以在第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。
2022 年 11 月	财政部	提前下达 2023 年财政水利相关资金 941 亿元，同口径较 2022 年提前下达金额增加 44 亿元，为支持地方提前谋划实施 2023 年水利项目建设、尽快形成有效投资提供了有力保障。
2022 年 12 月	国家发改委	《“十四五”扩大内需战略实施方案》提出，要 加快交通基础设施建设 。推进国家综合立体交通网主骨架建设，引导民间资本参与新型基础设施等重大工程和补短板领域建设等。
2023 年 1 月	国务院常务会议	深入落实稳经济一揽子政策和接续措施，推动财政、金融工具支持的重大项目建设、设备更新改造形成更多实物工作量。

资料来源：中国政府网，各部门官网，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。

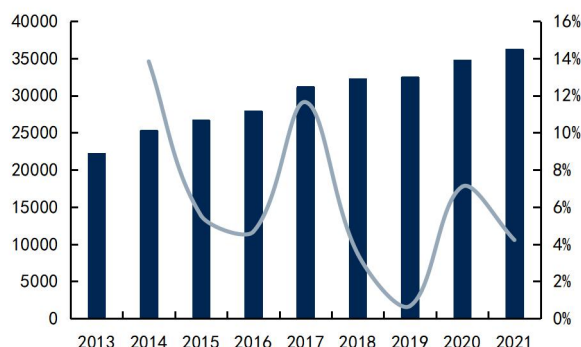
交通领域固定资产投资完成额增速放缓但仍处高位，铁路、公路、城轨增长规模可期。2021 年，全国完成交通固定资产投资 3.6 万亿元，同比增长约 4%，分铁路、公路、城市轨道交通看：

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

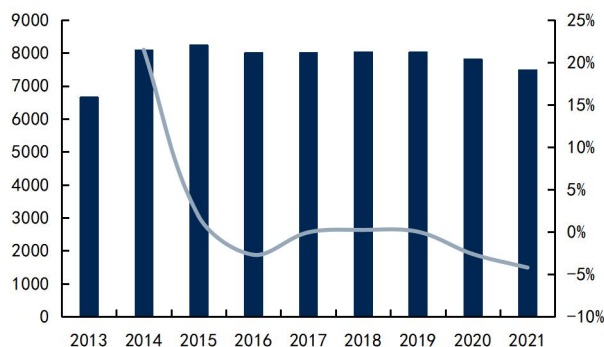
完成固定资产投资 7489 亿元，同比下降 4.2%，降幅收窄 1.6pct；投产新线 4208 公里，其中高铁 2168 公里，截至 2021 年末全国铁路营业里程突破 15 万公里（其中高铁超过 4 万公里）。由于中国人口众多，人均铁路里程仍然不足，运力相对短缺，中国每万人保有 1.04 公里的铁路，明显低于其他发达经济体。

图19：完成交通固定资产投资及增速（单位：亿元）



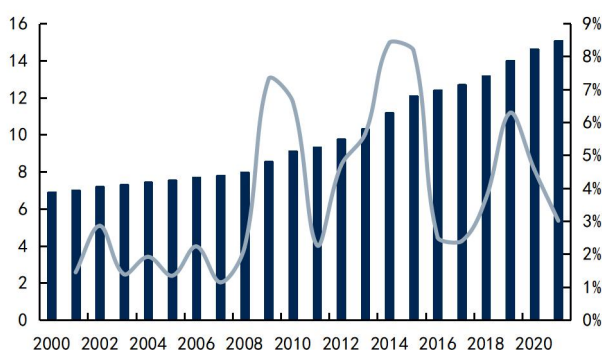
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图20：完成交通固定资产投资及增速：铁路（单位：亿元）



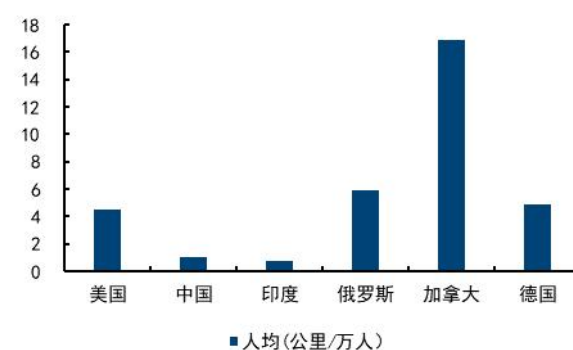
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图21：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22：2020 年各国人均铁路保有量（单位：公里/万人）

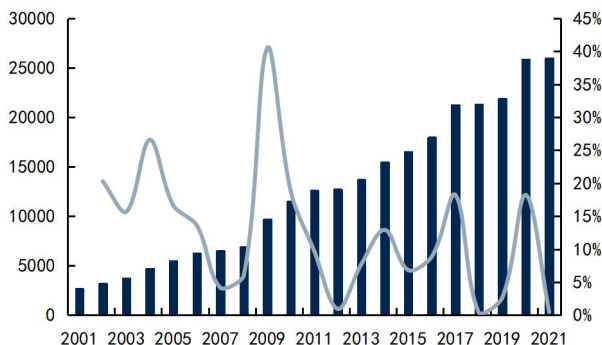


资料来源：观研网，国信证券经济研究所整理

2) 公路

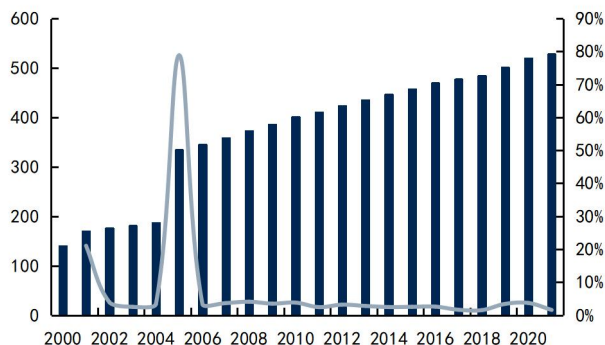
公路领域投资基数大，增速平稳。2021 年全国公路建设投资完成额 25995 亿元，基本与去年持平。截至 2021 年末，全国公路里程 528.1 万公里。从 2000 年以来全国公路建设的发展趋势来看，2005 年是公路里程增长最快的一年，由 2004 年的 187.1 万公里增长到 334.5 万公里，同比增长约 80%。此后，我国公路增长平均增速约 3%。

图23: 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24: 公路里程及增速 (单位: 万公里)

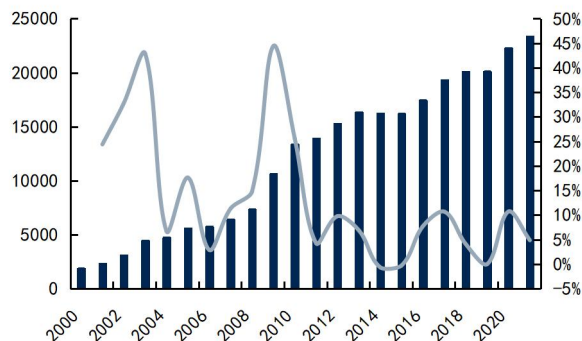


资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

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25: 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26: 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

行业集中度提升, 海外工程复苏可期

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4: 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27: 建筑央企总营收的稳定性 (单位: 亿元)



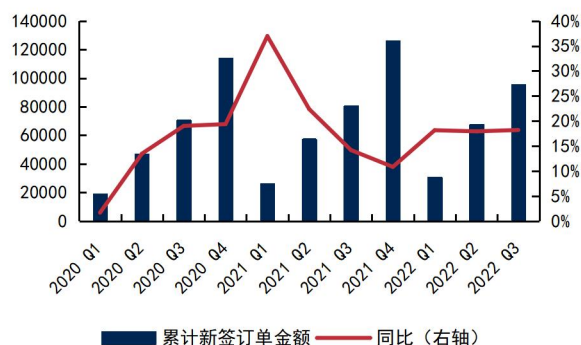
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图28: 建筑央企归母净利润的稳定性 (单位: 亿元)



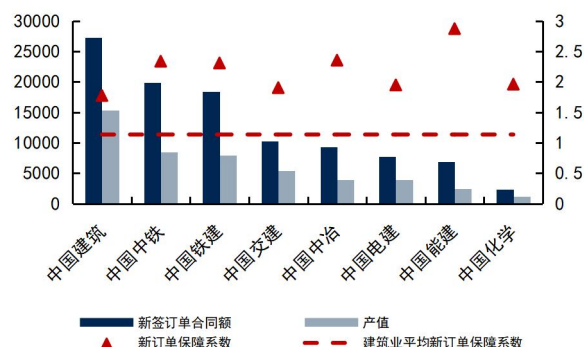
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图29: 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

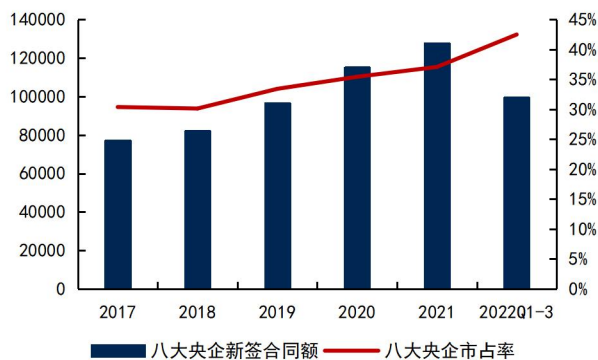
图30: 建筑央企新订单保障系数 (单位: 亿元, 倍)



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)

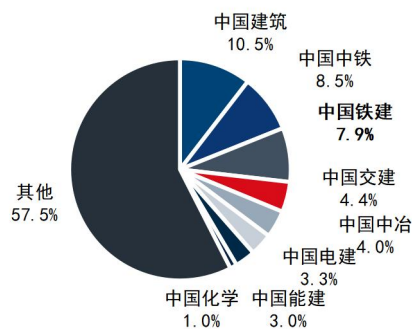
行业集中度快速提升。2022 年前三季度，建筑业新签合同额 23.43 万亿元，同比增长 6.8%，八大建筑央企新签合同额 9.95 万亿元，同比增长 19.1%，明显高于行业总体增速，由合同额占比衡量的行业集中度指标由 2018 年的 30% 不断提升至 2022 年 9 月的 42.5%。其中，中国铁建前三季度新签合同额占比 7.9%，仅次于中国建筑、中国中铁，排第三位。

图31：八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32：2022 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

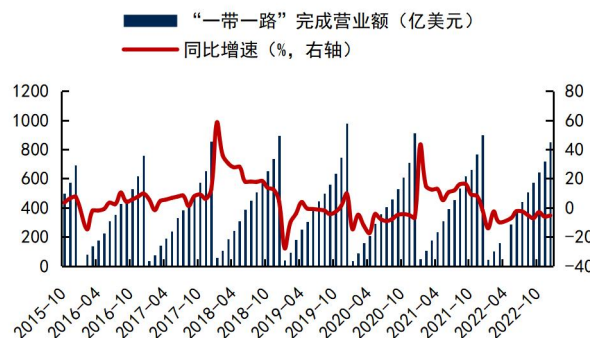
疫情影响下对外承包工程承压，国际经营环境严峻。2021/2022 年，我国对外承包工程新签合同额 2585/2531 亿美元，YOY 1.2%/-2.1%，完成营业额 1549/1550 亿美元，YOY -0.6%/0.0%，新签承压，完成合同额边际改善。对外工程承包中，“一带一路”沿线国家新签合同额和完成营业额分别占总额的 51% 和 55%，是国际工程的重要组成。此前国际经营环境总体严峻，受地缘政治波动、新冠疫情等多重因素影响，对外承包工程开展困难重重。

图33：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34：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

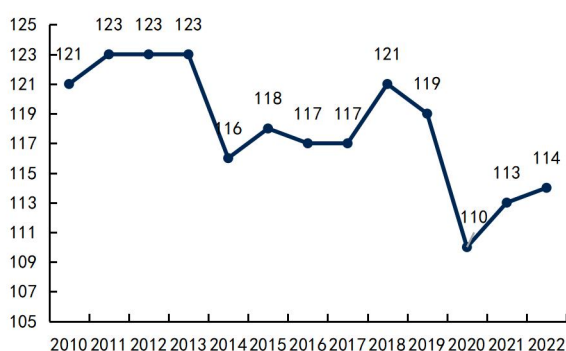
“一带一路”市场广阔，国际工程复苏可期：

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。

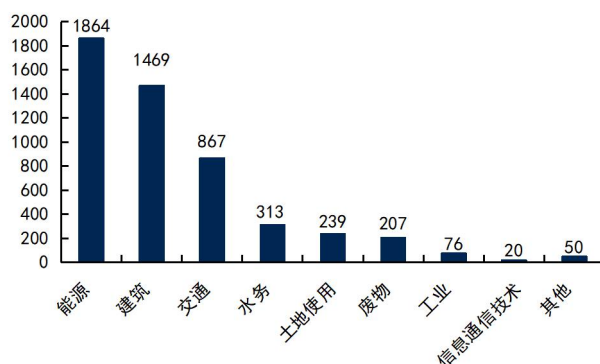
3) 我国共建“一带一路”绿色发展进程加快，建筑企业国际影响力较强。2022 年 4 月，发改委《关于推进共建“一带一路”绿色发展的意见》提出，到 2025 年绿色基建、绿色能源、绿色交通、绿色金融等领域务实合作扎实推进，包括直接的新能源产业对外投资合作，水电、核电、风电等清洁能源项目设计建设等。适逢 2023 年“一带一路”十周年与第三届“一带一路”峰会，海外工程有望持续加速。

图35：“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36：2021 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

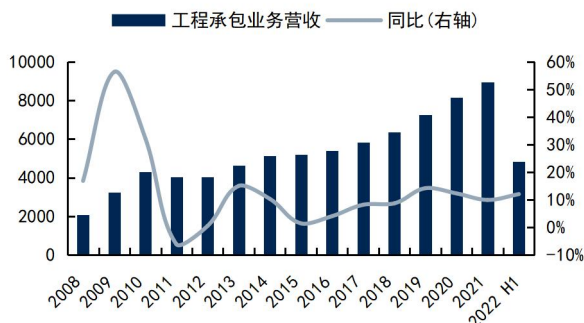
公司分析：大基建业务稳固，多元业务协同

大基建主业根基稳固，结构持续优化

工程承包是公司的主营核心业务，发展稳健。2021 年工程承包业务完成营业收入 8938 亿元，同增 9.9%，占总营收 87.6%，2022 年上半年实现营收 4847 亿元，同增 12%；2022 年新签合同额 18626 亿元，同比减少 22.7%，主因公司新签合同额分类新增投资运营、绿色环保等业务。

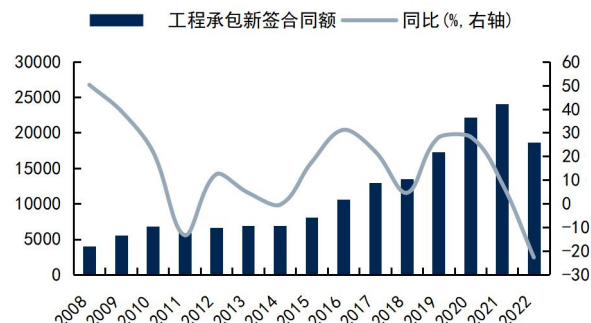
工程承包业务毛利率约 7.9%，毛利率自 2016 年起缓慢改善，原因是毛利率较低的铁路、公路业务占比下降，毛利率较高的市政、房建等业务占比提升。铁道部作为公司铁路领域的主要客户和监管单位，公司的议价能力较弱，毛利率低且提升空间有限；而公路、市政等领域市场化竞争程度更高，未来随着龙头集中度的提升，毛利率有望持续改善。

图37：工程承包业务营业收入及增速（单位：亿元）



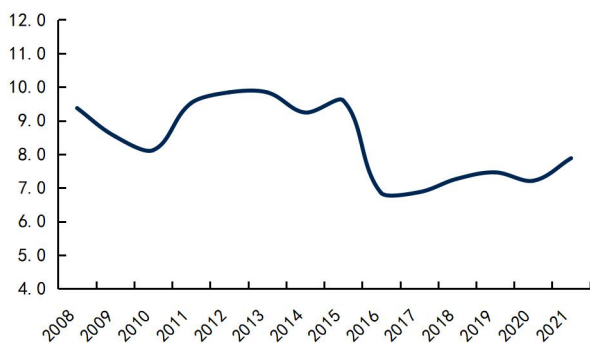
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图38：工程承包业务新签合同额及增速（单位：亿元）



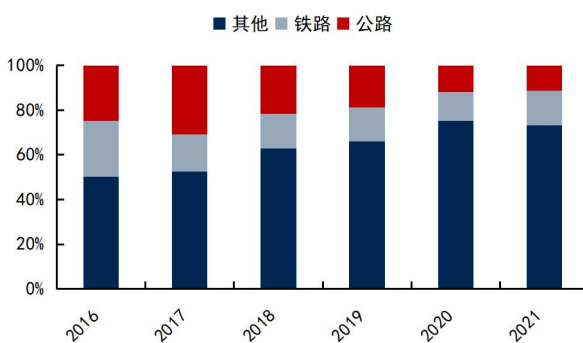
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图39：工程承包业务毛利率（单位：%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图40：工程承包业务新签合同额两路业务及其他业务占比



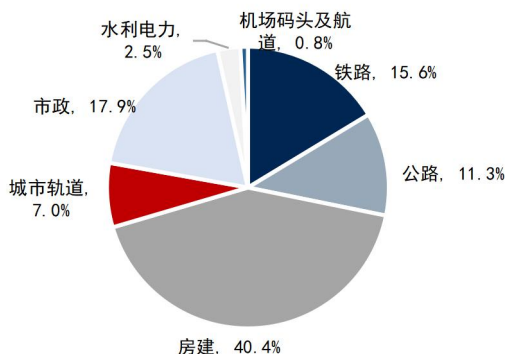
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

从结构上看，公司工程承包业务含基建工程和房建工程两大类。2021年，市政、铁路、公路业务新签合同额占比分别为17.9%/15.6%/11.3%，同比变动-6.3%/+30.2%/+4.1%，房建工程新签合同额占比40.4%，同比+13.4%。中国中铁披露2021年铁路大中型市占率46.6%，同年铁路业务新签合同额4335.7亿元，高速公路市占率10%，同年公路业务新签合同额2952.6亿元，中国铁建2021年铁路/公路新签合同额3764.7/2730.4亿元，据此推算中国铁建在铁路大中型/高速公路的市占率分别约为40.5%/9.2%。

据最新披露，截至2022三季度：

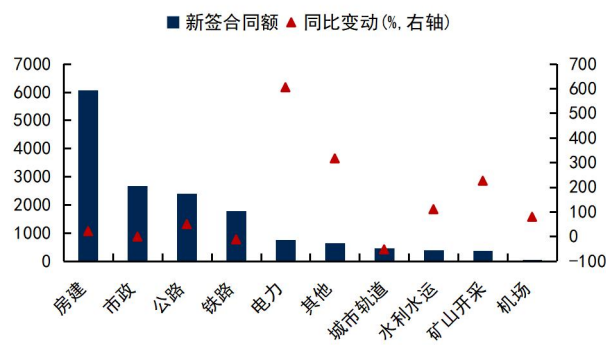
- 1) 市政、铁路、公路业务新签合同额同比-1.2%/-12.4%/+49.3%，公路业务同比高增主因公司紧跟各地政策规划，关注重点路线，提升运营能力，扩大市场影响力；
- 2) 房建工程新签合同额同比增长21%，基本未受地产低景气影响，韧性十足；
- 3) 电力工程实现新签合同额756亿元，同比增长604.9%，主因公司抢抓市场机遇，聚焦“双碳”目标，以抽水蓄能和海上风电市场开发为突破口，加快进军水电、风电等领域，市场份额快速扩大。

图41：2021 年工程承包业务新签合同额结构



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

图42：2022 Q3 工程承包细分业务新签合同额及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

房地产自主开发谨慎，经营风险低：

1) **土地方面**：以一、二线城市为重，三、四线城市为补充。2021 年在北京、上海、广州、天津、重庆等 32 个城市获取 64 宗土地，总建设用地面积 666.4 万平方米，规划总建筑面积 2115 万平方米。截至 2021 年末，已在 87 个国内城市，进行 419 个项目的开发建设。建设用地总面积约 3687 万平方米，规划总建筑面积约 11633 万平方米。

2) **开发销售方面**：2021 年完成房地产开发投资 818.5 亿元，其中西南、长三角区域完成投资占比分别为 26.2%，35.9%，实现销售金额 1432 亿元，同增 13.2%，销售面积 990.6 万平方米，同增 14.5%。在建项目包括天津国际城、重庆西派城、贵阳铁建城等商业项目，以及贵阳国际城、广州南沙海语熙岸、温州未来视界等住宅项目。

表5：公司 2021 年各区域房地产土地储备、开发、销售情况

	持有待开发土地面积 (万平方米)	项目用地面积 (万平方米)	总建筑面积 (万平方米)	总投资额 (亿元)	可供出售面积 (万平方米)	2021 年已预售面积 (万平方米)	销售金额 (亿元)
环渤海	241.6	1058.8	3051.1	2836.3	2594.6	218.9	260.6
西南	426.8	1183.8	4056.7	3137.9	3536.3	357.2	459.0
长三角	173.1	858.8	2619.2	2713.0	3266.7	273.7	474.8
珠三角	78.4	505.2	1727.1	1699.0	1419.4	128.0	225.4
其他	67.3	80.6	189.2	103.2	169.6	12.7	12.3
合计	987.2	3687.3	11643.3	10489.5	10986.6	990.6	1432.2

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

多元业务拓展积极，海外业务势头强劲

多元业务彰显活力，成业绩增长重要引擎。2021 年，公司非工程承包业务实现营业收入 1957 亿元，营收贡献 19.2%，实现毛利 282 亿元，毛利贡献 28.8%。2022 上半年，非工程承包业务营收贡献 15.9%，毛利贡献 27.7%。整体看来，公司非工程承包业务体量远小于工程承包，但利润贡献近三成，主因其盈利能力强，毛利率远高于工程承包业务。2021 年公司勘察设计、工业制造、物流贸易业务分别实现营业收入 194.2/218.6/1037.2 亿元，分别同比增长 5.2%/21.1%/35.4%，占营收的比例分别为 1.9%/2.1%/10.2%：

1) **勘察设计**：高原冻土地区、沙漠地区、复杂艰险山区、高寒地区、湿陷性黄土地区、高原大风戈壁岩溶软土等复杂地区的铁路综合勘察技术。

2) **工业制造**：公司掘进机年产能达 200 台，占国产市场“半壁江山”；TBM（全断面硬岩隧道掘进机）市占率 85%以上，可为国内地下工程提供智能化施工整体解决方案和高端装备，多项成果填补国内空白；大型养路机械主力产品市占率 80%。

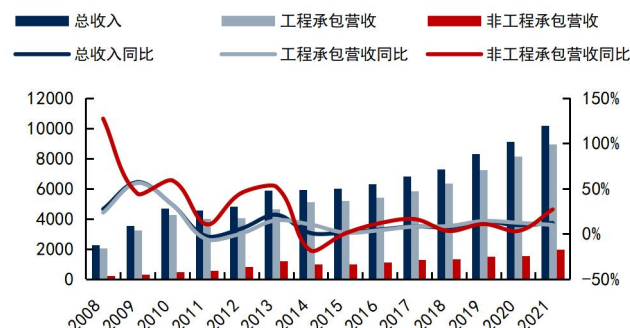
3) **物流与物资贸易**：公司拥有遍布全国的 70 余个区域性经营网点、133 万平米的物流场地、4 万余延长米铁路专用线、32550 立方米成品油储存能力，是铁路总公司两家钢轨服务代理商之一，中国第二大铁路物资供应商，全国最大的工程物流系统服务商。

图43：工程业务与非工程业务营收贡献



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图44：工程业务与非工程业务营收及增速（单位：亿元）



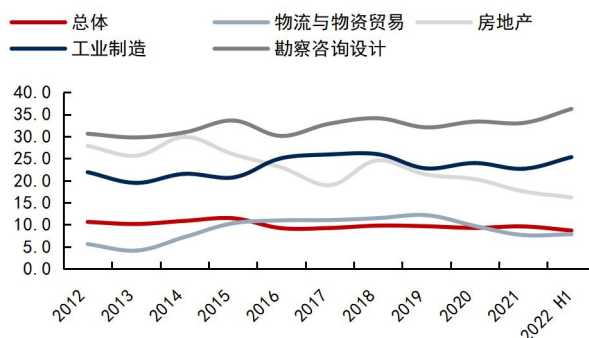
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图45：工程业务与非工程业务毛利贡献



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图46：非工程承包业务毛利率



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

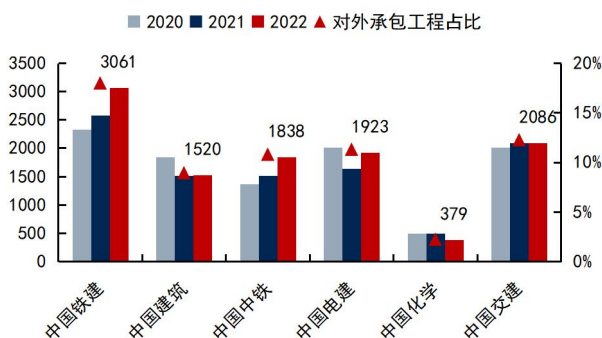
中国铁建海外新签合同额规模领先，增长稳健。面对全球疫情波折反复、安全局势动荡等不利因素，2022 年中国铁建境外新签合同额 3061 亿元，同比增长 18.9%，占公司总体新签 9.4%，规模居建筑央企之首。六家建筑央企海外新签合同额占全国对外工程承包新签合同额 63.5，其中铁建占比 18%。

■ “一带一路”方面，建设并运营中老铁路、卡塔尔卢塞尔体育场、莫斯科地

铁、尼日利亚拉伊铁路、亚吉铁路等代表性项目。中国铁建是最早进入非洲的中国企业，已在非洲耕耘发展 50 余年，业务遍及 47 个国家，在手合同规模 678 亿美元，建成铁路及城市轨道总里程 10605 千米，公路 4800 千米，运营及维护铁路里程超过 2800 千米，投资总额超 10 亿美元。

- **国际产能合作方面**，完成巴西中西部一体化铁路 6 万余吨钢轨出口供应，在菲律宾实现中国自主品牌得隧道掘进机首次出口应用，6600 吨钢轨运抵印尼，标志着中国高铁整体出口“第一单”完成全部长钢轨出口运输。

图47：建筑央企 2022Q3 海外新签合同及份额（单位：亿元）



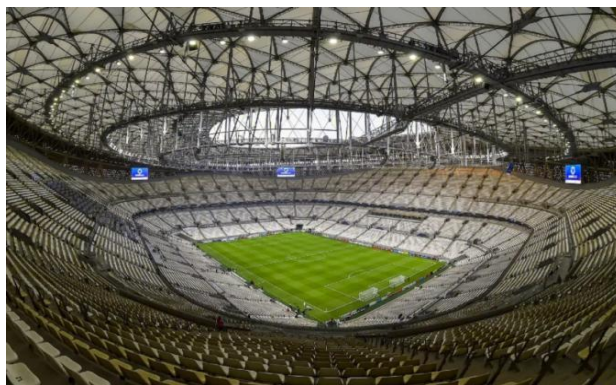
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图48：中国铁建境外新签合同额及增速（单位：亿元）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图49：卡塔尔世界杯卢塞尔体育场



资料来源：百度图片，国信证券经济研究所整理

图50：出口巴西的钢轨



资料来源：澎湃新闻，国信证券经济研究所整理

资本运营以融促产，财务指标稳健

央企价值回归动力凸显，公司资本运作积极

新一轮国企改革开启，涉房企业再融资放开。2020-2022 年国企改革三年行动已收官，2023 年开启新一轮考核，指标为“一利五率”，目标为“一增一稳四提升”，主要变化在于用净资产收益率代替净利润指标，用营业现金比率代替收入利润率指标，更重视盈利能力和价值实现能力。此外，涉房企业融资再放开，资产负债率小于 75%和市净率大于 1 成为涉房建企再融资仅剩的阻碍。

加快完善契合国企特点的估值方法，扭转“折价”趋势。2022 年 11 月，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。低估值建筑央企估值回归动力进一步凸显。

表6：建筑央企涉房业务情况及市净率（PB 截至 2023 年 3 月 6 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%	0.54
中国中铁	4.2%	6.6%	4.7%	10.2%	0.66
中国中冶	3.1%	3.7%	4.3%	9.5%	0.85
中国建筑	14.3%	29.5%	17.5%	32.6%	0.70
中国交建	未披露涉房业务经营数据，涉房业务规模非常小				0.73
中国化学	未披露涉房业务经营数据，涉房业务规模非常小				1.21
中国能建	未披露				1.15
中国电建	已剥离				1.16

资料来源：iFinD，公司公告，国信证券经济研究所整理

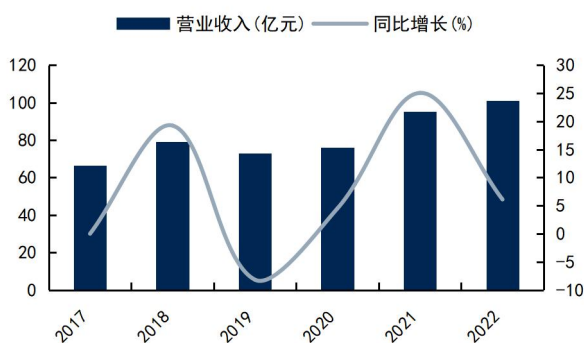
1) 央企首例分拆上市：子公司铁建重工挂牌上市

2021 年，中国铁建全力推进国企改革三年行动重点任务，优化产业布局，健全市场化经营机制，公司控股子公司铁建重工在科创板成功挂牌上市，创建建筑央企首例。铁建重工成立于 2006 年，是我国掘进机装备头部厂商，产品竞争力强，盾构机渗透率逐步提升，出口快速放量。据业绩快报，2022 年实现营收 101 亿元，同比增长 6.1%，归母净利 18.4 亿元，同比增长 6.3%，新签合同额 160 亿元，同比增长 16%，其中海外新签订单 13.5 亿元，同比增长 75%。

2) 西部首单基础设施 REITs：国金中国铁建高速 REIT

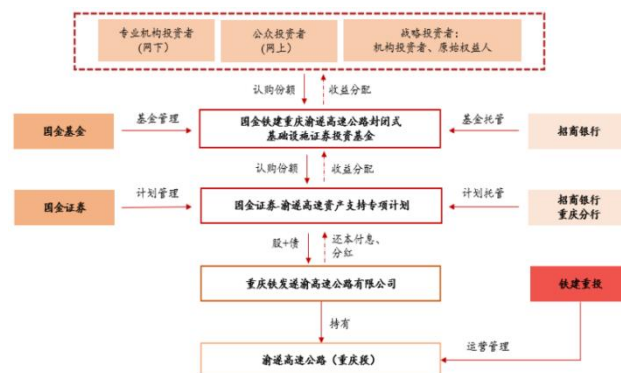
2022 年 6 月，国金中国铁建高速 REIT 成立，该基金底层资产为重庆至遂宁高速公路 BOT 项目重庆段，项目总投资 42.3 亿元，运营里程 93.46 公里，特许经营权 2004 年 12 月 9 日至 2034 年 12 月 8 日，剩余年限约 13 年。项目公司由中铁建重庆投资集团持有其 80% 股权，重庆高速公路股份有限公司持有其 20% 股权。

图51：铁建重工营业收入及增速



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图52：国金中国铁建高速 REIT 交易结构图

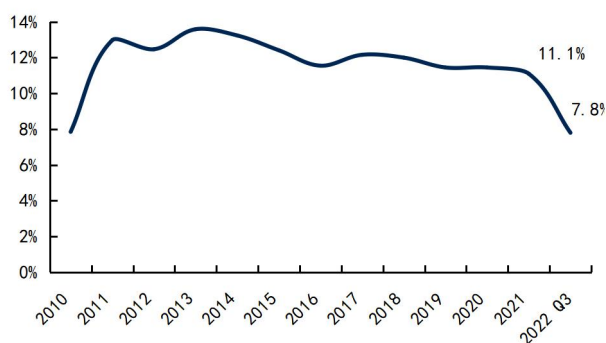


资料来源：国金中国铁建高速 REIT 募集说明书，国信证券经济研究所整理

财务指标稳健，资产结构持续优化

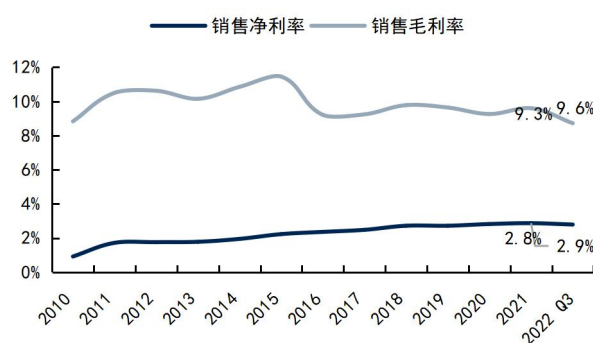
盈利能力稳健，经营效率持续优化。2022Q3，公司加权净资产收益率为7.8%，同比下降0.29pct；期间费用率为4.41%，同降0.37pct，降本成果显著，其中，销售费用率为0.54%，同降0.03pct，管理费用率为1.81%，同降0.14pct，研发费用率为1.76%，同降0.18pct，财务费用率为0.3%，同降0.03pct。

图53: 公司历年净资产收益率（加权）



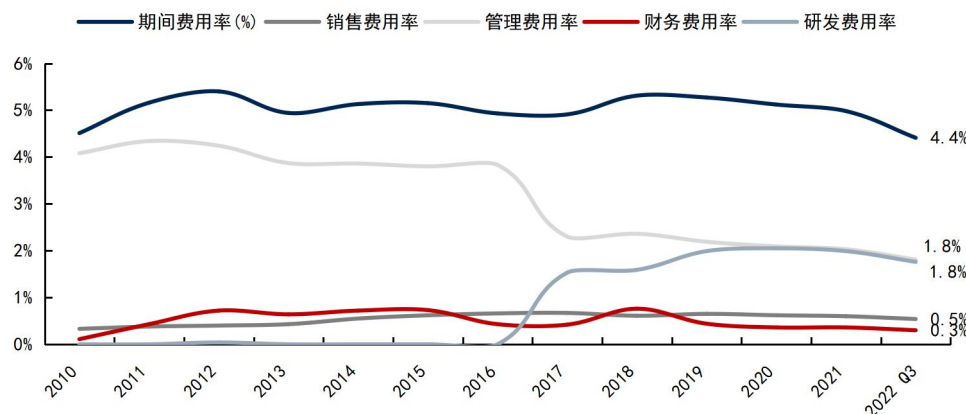
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图54: 公司历年销售毛利率、净利率



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

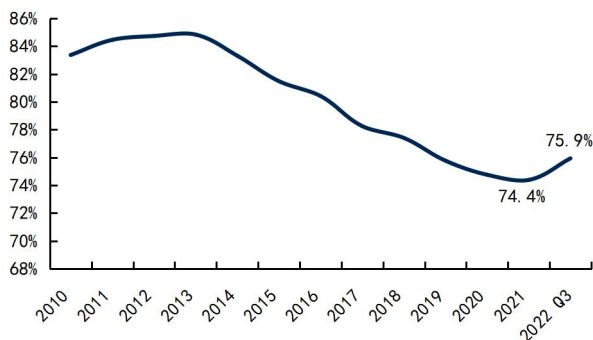
图55: 公司历年期间费用率



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

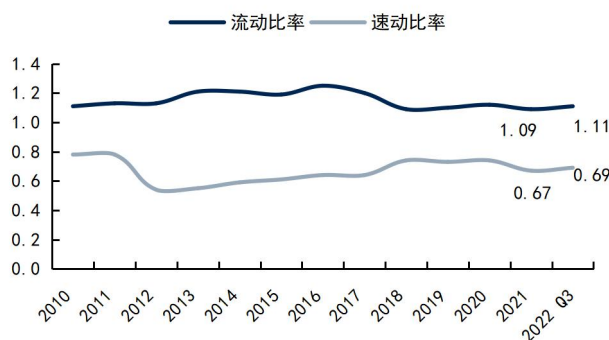
资产负债率下行，现金流有所改善。2022 Q3，公司资产负债率为75.9%，近年来公司积极响应国家号召，资产负债率连续下降；流动比率1.11倍，速动比率0.69倍；收现比1.01，付现比1.02，回款情况稳定；经营活动现金净流出11.7亿元，投资活动现金净流出455.9亿元，筹资活动现金净流入791亿元。

图56: 公司历年资产负债率



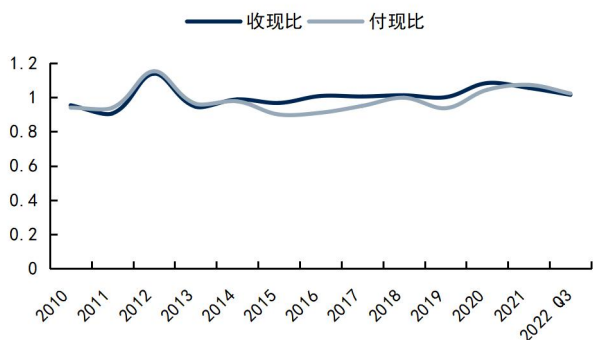
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图57: 公司历年流动比率及速动比率 (单位: 倍)



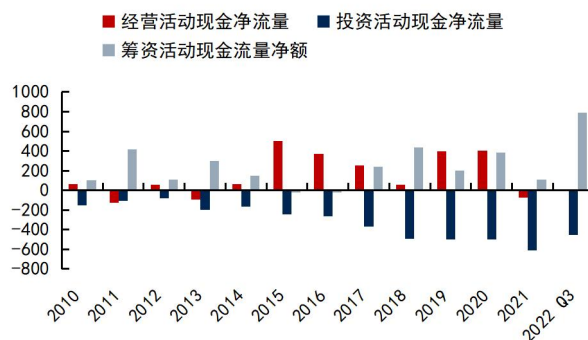
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图58: 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

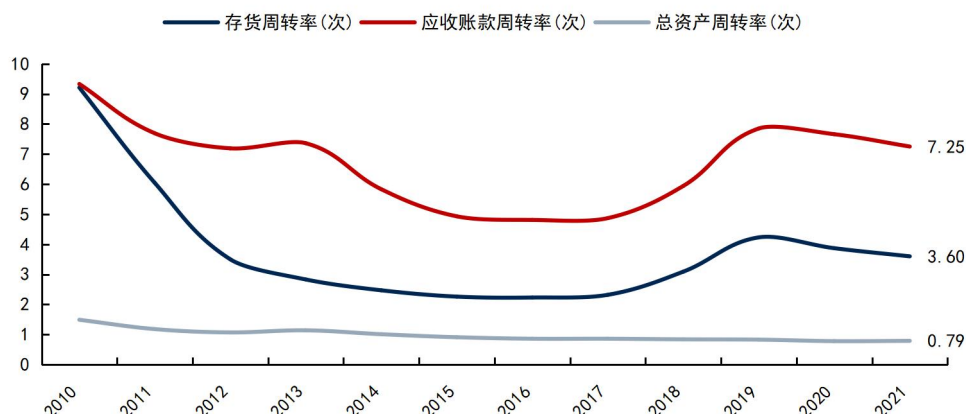
图59: 公司历年现金流量 (单位: 亿元)



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 0.79 次, 与前几年基本持平; 存货周转率为 3.6 次, 同比略有减少, 较 2017 年周转次数增加约 1.3 次; 应收账款周转率 7.25 次, 同比略有减少, 较 2017 年周转次数增加约 2.38 次。

图60: 公司历年总资产、存货、应收账款周转率



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 8305/9103/10200 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 11282/12531/13979 亿元, 同比增速 10.61%、11.07%、11.55%。
2. 预计公司未来三年营业成本/营业收入较前三年移动平均值增加 0.3%。
3. 预计公司未来三年管理费用/营业收入缓慢增多, 较前三年移动平均值增加 3%。
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 5%。
5. 预计公司未来三年销售费用/营业收入缓慢增多, 较前三年移动平均值增加 3%。
6. 预计公司未来三年营业税金及附加/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7: 公司各项业务盈利预测 (单位: 亿元)

		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
工程承包							
营收		7245.45	8133.34	8938.2	9840.40	10863.46	11879.94
yoy		14.15%	12.25%	9.90%	10.09%	10.40%	9.36%
新签订单		17306.53	22207.45	24105.04	18625.88	20508.40	22373.90
yoy		27.97%	28.32%	8.54%	11.23%	10.11%	9.10%
物流与物资贸易							
营收		718.57	766.25	1037.23	1258.04	1549.98	2045.10
yoy		11.22%	6.64%	35.36%	21.29%	23.21%	31.94%
新签订单		956.68	1204.04	1819.5	2249.09	2727.01	3248.53
yoy		10.90%	25.86%	51.12%	23.61%	21.25%	19.12%
房地产							
营收		412.97	409.29	506.62	547.71	578.81	601.82
yoy		11.87%	-0.89%	23.78%	8.11%	5.68%	3.97%
新签订单		1254.18	1265.24	1432.25	1313.16	1203.96	1113.85
yoy		34.20%	0.88%	13.20%	-9.24%	-8.32%	-7.48%
工业制造业务							
营收		181.05	180.49	218.62	243.20	269.19	307.82
yoy		9.85%	-0.31%	21.13%	11.24%	10.69%	14.35%
新签订单		257.97	345.12	340.84	373.20	425.49	457.07
yoy		5.78%	33.78%	-1.24%	9.49%	14.01%	7.42%
勘察咨询设计							
营收		180.85	184.6	194.2	205.26	215.02	227.35
yoy		8.25%	2.07%	5.20%	5.69%	4.75%	5.74%
新签订单		149.28	225.54	265.55	294.55	372.85	441.50
yoy		-15.71%	51.09%	17.74%	10.92%	26.58%	18.41%
2022年起, 新签订单业务分类变动							
其他业务	新签订单	143.90	295.51	233.34			
	yoy	39.70%	105.36%	-21.04%			不适用
投资运营	新签订单				7513.02	9049.28	10714.64
	yoy				22.72%	20.45%	18.40%
绿色环保	新签订单				1906.58	2771.24	3902.34
	yoy				50.39%	45.35%	40.82%
产业金融	新签订单		不适用		114.07	102.59	93.30
	yoy				-11.18%	-10.06%	-9.06%
新兴产业	新签订单				60.47	61.26	61.98
	yoy				1.45%	1.31%	1.17%
内部抵消 (仅营收适用)							
营收		-434.37	-570.72	-694.78	-812.54	-945.40	-1084.15
yoy		10.43%	31.39%	21.74%	16.95%	16.35%	14.68%
合计							
营收		8304.52	9103.25	10200.09	11282.07	12531.06	13977.88
yoy		13.74%	9.62%	12.05%	10.61%	11.07%	11.55%
新签订单		18560.71	24676.73	27356.79	31782.27	37222.07	42407.12
yoy		37.25%	32.95%	10.86%	16.18%	17.12%	13.93%

资料来源: iFinD, 公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测

表8: 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	13.74%	9.62%	12.05%	10.61%	11.07%	11.55%	10.02%	10.16%
营业成本/营业收入	90.36%	90.74%	90.40%	90.77%	90.91%	90.97%	91.15%	91.28%
管理费用/营业收入	2.11%	1.98%	1.90%	2.06%	2.04%	2.06%	2.11%	2.13%
研发费用/营业收入	1.99%	2.04%	1.99%	2.11%	2.15%	2.18%	2.25%	2.30%
销售费用/销售收入	0.65%	0.62%	0.60%	0.65%	0.64%	0.65%	0.66%	0.67%
营业税及附加/营业收入	0.56%	0.41%	0.36%	0.44%	0.40%	0.40%	0.41%	0.41%
所得税税率	19.28%	18.36%	16.60%	18.08%	17.68%	17.46%	17.74%	17.63%
股利分配比率	80.83%	86.71%	88.11%	85.22%	86.68%	86.67%	86.19%	86.51%

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 11282/12531/13979 亿元, 归母净利润分别为 243/264/281 亿元。

表9: 未来三年盈利预测表 (单位: 百万元)

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1020010	1128233	1253129	1397865
营业成本	922127	1024097	1139198	1271583
销售费用	6147	7280	8048	9072
管理费用	20742	25953	28290	31516
研发费用	20254	23771	26914	30531
财务费用	3684	5854	6356	7811
营业利润	34814	34893	37734	40063
利润总额	35151	35295	38136	40444
归属于母公司净利润	24691	24270	26376	28063
EPS	1.82	1.79	1.94	2.07
每股净资产	19.79	20.06	20.32	20.59
ROE	9.19%	9%	10%	10%

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 1.79/1.94/2.07 元

表10: 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)	910325	1020010	1129315	1255581	1402051
(+/-%)	9.62%	12.05%	10.72%	11.18%	11.67%
净利润(百万元)	22393	24691	31777	34760	37525
(+/-%)	10.87%	10.26%	28.70%	9.39%	7.96%
EPS(元)	1.65	1.82	2.34	2.56	2.76
中性预测	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	910325	1020010	1128233	1253129	1397865
(+/-%)	9.62%	12.05%	10.61%	11.07%	11.55%
净利润(百万元)	22393	24691	24270	26376	28063
(+/-%)	10.87%	10.26%	-1.70%	8.68%	6.40%
EPS(元)	1.65	1.82	1.79	1.94	2.07
悲观预测	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	910325	1020010	1127151	1250679	1393688
(+/-%)	9.62%	12.05%	10.50%	10.96%	11.43%
净利润(百万元)	22393	24691	16814	18062	18694
(+/-%)	10.87%	10.26%	-31.90%	7.42%	3.50%
EPS(元)	1.65	1.82	1.24	1.33	1.38

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 12.53 元，较当前股价有 42.7% 的空间

未来 5 年估值假设条件见下表：

表11: 资本成本假设（截至 2023 年 3 月 8 日）

无杠杆 Beta	1.2	T	18.08%
无风险利率	2.5%	Ka	9.7%
股票风险溢价	6%	有杠杆 Beta	3.15
公司股价（元）	8.78	Ke	21.41%
发行在外股数（百万）	13580	E/(D+E)	33.49%
股票市值(E, 百万元)	119228	D/(D+E)	66.51%
债务总额(D, 百万元)	236767	WACC	9.46%
Kd	4.20%	永续增长率（10年后）	0.3%

资料来源：国信证券经济研究所假设

我们采用 FCFF 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 1702 亿元，折合每股价值 12.53 元，较当前股价有 42.7% 的空间。

表12: FCFF 现金流折算法估值表 (单位: 百万元)

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
EBIT	42156.0	45639.6	49579.7	45737.5	43847.0
所得税税率	18.08%	17.68%	17.46%	17.74%	17.63%
EBIT*(1-所得税税率)	34534.0	37569.9	40925.6	37624.1	36118.9
折旧与摊销	9238.5	9785.9	10494.3	11352.8	12350.3
营运资金的净变动	53331.5	4056.3	978.6	19515.9	5750.5
资本性投资	(32176.2)	(32146.6)	(32399.4)	(32240.8)	(32262.3)
FCFF	64927.8	19265.4	19999.0	36252.0	21957.5
PV(FCFF)	59316.6	16079.4	15249.1	25253.0	13973.6
核心企业价值	275725.8				
减: 净债务	105541.6				
股票价值	170184.2				
每股价值	12.53				

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 11.33-14.00 元。

表13: 绝对估值折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

12.53		WACC 变化				
永续增长率 变化		8.5%	9.0%	9.46%	10.0%	10.5%
	1.3%	15.83	14.55	13.43	12.43	11.53
	0.8%	15.17	14.00	12.95	12.02	11.18
	0.3%	14.59	13.50	12.53	11.66	10.87
	-0.2%	14.07	13.06	12.15	11.33	10.59
	-0.7%	13.61	12.67	11.81	11.04	10.33

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对估值: 每股价值为 10.67 元, 较当前股价有 21.5% 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、中国中铁、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。1) **从盈利能力出发:** 根据可比公司每股收益预测, 2023 年 PE 均值为 6.46 倍, 我们预测中国铁建 2023 年 PE 低于行业均值取 5.5, 对应每股价值为 10.67 元, 较当前股价有 22.1% 的空间; 2) **从资产质量出发:** 可比公司当前 PB 的去尾平均值为 0.77, 假定中国铁建 2023 年 PB 低于行业均值取 0.55, 据盈利预测中每股净资产 20.3 元, 对应每股价值 11.17 元, 较当前股价有 33.3% 的空间

表14：可比公司估值比较（2023年3月8日收盘价）

公司代码	公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE		PB
				2022E	2023E	2022E	2023E	
601668.SH	中国建筑	6.01	2520.26	1.26	1.47	4.77	4.09	0.70
601390.SH	中国中铁	6.71	1660.87	1.15	1.3	5.83	5.16	0.67
601800.SH	中国交建	10.71	1731.35	1.25	1.4	8.57	7.65	0.73
601618.SH	中国中冶	3.69	764.70	0.47	0.54	7.85	6.83	0.86
600039.SH	四川路桥	13.15	818.64	1.23	1.5	10.69	8.77	2.49
600820.SH	隧道股份	5.76	181.10	0.95	0.93	6.06	6.19	0.71
600170.SH	上海建工	2.74	243.98	0.27	0.42	10.15	6.52	0.85
均值				0.94	1.08	7.70	6.46	1.00
601186.SH	中国铁建	8.78	1192.28	1.79	1.94	4.91	4.53	0.54

资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理预测（注：除中国建筑、中国中铁，其余可比公司估值采用 iFind 一致预测）

投资建议

公司作为特大型建筑央企，万亿营收财务稳健，基建投资景气持续，叠加“一带一路”工程复苏，公司价值回归动力充足。我们预测公司 2022-2024 年归母净利润 243/264/281 亿元，每股收益 1.79/1.94/2.07 元，对应当前股价 PE 为 4.91/4.53/4.24X。综合上述绝对估值和相对估值，公司合理估值 10.67-12.53 元，较当前股价有 21.5%-42.7%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 10.67-13.14 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 2.5%、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、中国中铁、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 6.45 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 5.5 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 10.61%/11.07%/11.55%，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

公司工程承包业务占比 87.6%，铁路、公路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

公司投资业务主要集中在房地产和 PPP 项目，投资规模大、建设周期长、涉及面广。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

公司 2022 年海外新签合同 3061 亿元，规模居建筑央企之首，可能面临境外投资

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 2022 年前三季度应收款项达 1887 亿元，较 2021 全年增长 330 亿元，同增 21.2%，规模较大，增速较快。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：中国中铁，其基建业务营收占比近 90%，2022 年新签合同 30324 亿元，同比增长 11.1%，前三季度新签占建筑业总新签 7.9%，次于中国建筑排第二名。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	187997	126821	157235	157351	147136	营业收入	910325	1020010	1128233	1253129	1397865
应收款项	210322	232193	255166	286065	317820	营业成本	825987	922127	1024097	1139198	1271583
存货净额	232359	279554	291489	332395	374158	营业税金及附加	3733	3623	4976	5039	5584
其他流动资产	213779	249647	272465	301204	338567	销售费用	5668	6147	7280	8048	9072
流动资产合计	860768	908400	986355	1087015	1187681	管理费用	19038	20742	25953	28290	31516
固定资产	63664	70442	94932	118681	141803	研发费用	18606	20254	23771	26914	30531
无形资产及其他	70372	68261	65531	62800	60070	财务费用	3253	3684	5854	6356	7811
投资性房地产	177368	207704	207704	207704	207704	投资收益	(930)	(194)	(213)	(234)	(258)
长期股权投资	70621	98164	121225	145085	169907	资产减值及公允价值变动	(918)	(1833)	(1196)	(1315)	(1448)
资产总计	1242793	1352970	1475748	1621285	1767164	其他收入	(19777)	(26847)	(23771)	(26914)	(30531)
短期借款及交易性金融负债	78452	84761	92187	128970	158604	营业利润	31021	34814	34893	37734	40063
应付款项	433618	452797	532780	587485	649396	营业外净收支	470	337	402	403	380
其他流动负债	257554	294523	317577	360212	402531	利润总额	31491	35151	35295	38136	40444
流动负债合计	769625	832081	942544	1076666	1210530	所得税费用	5782	5836	6382	6743	7059
长期借款及应付债券	137130	144579	144579	144579	144579	少数股东损益	3316	4625	4644	5017	5321
其他长期负债	22399	29816	37857	45090	52653	归属于母公司净利润	22393	24691	24270	26376	28063
长期负债合计	159529	174396	182436	189669	197232	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	929154	1006477	1124980	1266335	1407763	净利润	22393	24691	24270	26376	28063
少数股东权益	59341	77704	78390	79059	79768	资产减值准备	(470)	566	(19)	27	65
股东权益	254298	268789	272378	275891	279633	折旧摊销	15227	16217	9238	9786	10494
负债和股东权益总计	1242793	1352970	1475748	1621285	1767164	公允价值变动损失	918	1833	1196	1315	1448
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	3253	3684	5854	6356	7811
每股收益	1.65	1.82	1.79	1.94	2.07	营运资本变动	(8224)	(71139)	53332	4056	979
每股红利	1.43	1.60	1.52	1.68	1.79	其它	911	(16)	705	641	644
每股净资产	18.73	19.79	20.06	20.32	20.59	经营活动现金流	30754	(27848)	88722	42202	41694
ROIC	6.91%	8.30%	7%	7%	8%	资本开支	0	(20365)	(32176)	(32147)	(32399)
ROE	8.81%	9.19%	9%	10%	10%	其它投资现金流	1799	(3874)	10185	0	0
毛利率	9%	10%	9%	9%	9%	投资活动现金流	(19178)	(51781)	(45053)	(56007)	(57221)
EBIT Margin	4%	5%	4%	4%	4%	权益性融资	(675)	29790	0	0	0
EBITDA Margin	6%	6%	5%	4%	4%	负债净变化	23082	4026	0	0	0
收入增长	10%	12%	11%	11%	12%	支付股利、利息	(19417)	(21754)	(20682)	(22862)	(24321)
净利润增长率	10.87%	10.26%	-1.70%	8.68%	6.40%	其它融资现金流	12879	24119	7426	36783	29633
资产负债率	80%	80%	82%	83%	84%	融资活动现金流	19533	18454	(13255)	13921	5312
股息率	16.4%	18.3%	17.4%	19.3%	20.5%	现金净变动	31110	(61176)	30414	116	(10215)
P/E	5.3	4.8	4.9	4.5	4.2	货币资金的期初余额	156887	187997	126821	157235	157351
P/B	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	货币资金的期末余额	187997	126821	157235	157351	147136
EV/EBITDA	20.0	17.8	24.2	25.0	25.4	企业自由现金流	0	(35993)	64928	19265	19999
						权益自由现金流	0	(7847)	67559	50816	43185

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所提及的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