

2023 年 03 月 24 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

基建海内外共振促发展，建筑央企价值重估正当时

—中国铁建（601186.SH）公司动态研究报告 买入（首次） 投资要点

分析师：黄俊伟 S1050522060002

huangjw@cfsc.com.cn

联系人：华潇 S1050122110013

huaxiao@cfsc.com.cn

基本数据

2023-03-23

当前股价（元）	9.81
总市值（亿元）	1332
总股本（百万股）	13580
流通股本（百万股）	11503
52 周价格范围（元）	6.87-9.82
日均成交额（百万元）	588.11

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

■ 解放军优良基因，逐步成长为综合建设集团

公司前身系解放军铁道兵，曾深耕铁路公路建设领域，于 2008 年先后在上海、香港挂牌上市，现逐步成长为综合建设产业集团。公司作为大型建筑央企，连续多年稳居 ENR “全球 250 家最大承包商”前三名，核心优势显著：1) 技术储备深厚，公司是行业内拥有最多、最全资质的企业之一，在地下水下工程建设、磁悬浮工程建设等领域的技术水平行业领先，牵头担任国家重点研发计划项目 10 项，国家级科研课题 32 项，累计拥有专利 24896 项。2) 一体化布局领先，公司现已成功打造涵盖科研、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，涵盖领域广泛，可为不同客户提供一站式解决方案。3) 融资渠道多元，21 年 6 月，分拆子公司铁建重工于科创板上市，系央企首例；22 年 6 月国金中国铁建 REIT 成功发布，主动拥抱资本市场有助于强化公司融资能力，促进基建投资良性循环。

公司 22 年前三季度营业收入 7984.2 亿元，位居八大建筑央企第三，同比增长 8.6%；归母净利润 187.47 亿元，同比增长 4.9%，盈利能力稳定；经营性现金净流出 11.68 亿，较去年同期少流出 470.63 亿，系应收款项稳定回流及税收返还有所增加所致。2022H1 当期收现比 67.11%，较 21 年同期提升 18.10pcts，现金流有所改善。

■ 一主多元，协同发展

公司工程承包业务以总承包 EPC 模式为主，在各业务板块中占据主导地位，连续五年营收占比超 85%，2021 年工程承包业务营收 8938.2 亿元，同比增长 9.90%，占总营收 87.63%。2022 年工程承包业务新签合同额 18,625.9 亿元，同比增长 11.2%。传统及核心业务稳健，储备项目充足，短期内可为公司业绩稳定增长提供强支撑。

2021H1 房地产、工业制造、勘察设计及咨询分别营收 213.83/108.03/91.08 亿元，分别占比 3.96%/2.00%/1.69%，毛利率分别为：16.18%/25.31%/36.24%。勘察设计、工业制造等业务毛利相对较高，在协同核心业务完成项目建设的同时，可有效带动公司利润率提升。

■ 内外共振，贝塔可期

内側：23 年我国基建行业仍为“稳增长，扩内需”的重要支柱。1) 政府投资力度较高。2023 年地方政府新增专项债额

度为 3.8 万亿元，发行节奏前置或将延续，可为基建项目提供保障。2) 年初 1-2 月全国固定资产投资额达 53577 亿元，同比增加 5.5%，其中基础设施投资同比增长 9.0%，可印证基建回暖逻辑。3) 未来增量空间较大，据“十四五”规划，到 2025 年，我国将新增铁路营业里程 1.9 万公里、公路通车里程 30.2 万公里、城市轨道交通运营里程达到 10000 公里左右。我们认为，2023 年国内基建投资增速仍将保持高位，需求保持稳定，将保障公司工程承包业务稳定增长。

外側：恰逢“一带一路”倡议提出十周年，第三届“一带一路”国际合作峰会拟于下半年举行，沿线国家基建投资力度有望继续加码。以沙特为例，2021 年，沙特公共投资基金（PIF）发布了五年投资计划，提出基础设施建设的阶段性目标。沙特计划未来五年建设总长为 6400 公里的高速公路，将 4.9 万公里单线公路改造升级为复线公路，平整 14.4 万公里的土路，并继续推进全长 2000 多公里的大陆桥铁路网项目。2022 年公司新签海外订单额 3060.5 亿元，同比增长 18.95%，增速超过境内新签合同额，且规模为八大建筑央企之首。公司在“一带一路”国家重点布局，承包建设中老铁路、卡塔尔卢赛尔体育场、莫斯科地铁等重大项目，在“一带一路”国家业务收入占比达公司海外营业收入 40%+。我们认为，一带一路峰会或将加速国际工程复苏，叠加国内基建投资绝对量的提升，行业整体贝塔提振有望带动公司业绩提升。

■ PB 仅为 0.60，具备价值重估高弹性

2022 年 11 月 21 日，“中国特色估值体系”被首次提出。目前，国内对于企业的估值标准较单一，对央企国企估值较低，目前需要增加多重因素到估值体系中，对不同行业建立对应估值标准。2023 年国资委央企指标考核体系从“两利四率”调整到“一利五率”，剔除了净利润、营业收入利润率，新加入了净资产收益率 ROE 和营业现金比率。在考核指标的引导下，公司有望不断提升资本回报质量和经营质量，实现估值修复。我们认为，公司作为优质央企，目前 PB 仅为 0.60，若未剔除其他所有者权益为 0.47，修复空间较大，在“中国特色估值体系”背景下，公司具备价值重估高弹性。

■ 盈利预测

预测公司 2021-2023 年收入分别为 11453.43、12748.45、14114.84 亿元，EPS 分别为 2.04、2.28、2.50 元，当前股价对应 PE 分别为 4.8、4.3、3.9 倍，给予“买入”投资评级

■ 风险提示

(1) 基建复苏不及预期；(2) 政策支持力度不及预期；(3) 海外形势不及预期。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入（百万元）	1,020,010	1,145,343	1,274,845	1,411,484
增长率（%）	12.0%	12.3%	11.3%	10.7%
归母净利润（百万元）	24,691	27,730	30,923	33,927
增长率（%）	10.3%	12.3%	11.5%	9.7%
摊薄每股收益（元）	1.82	2.04	2.28	2.50
ROE（%）	7.1%	7.8%	8.5%	9.1%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产：				
现金及现金等价物	126,821	128,428	129,310	130,885
应收款	168,407	182,000	202,578	224,291
存货	279,554	295,158	328,613	364,051
其他流动资产	333,618	372,074	411,810	453,735
流动资产合计	908,400	977,660	1,072,311	1,172,961
非流动资产：				
金融类资产	20,645	20,645	20,645	20,645
固定资产	61,168	62,654	65,719	70,015
在建工程	9,274	12,070	14,463	15,198
无形资产	68,261	64,848	61,435	58,193
长期股权投资	98,164	121,809	145,304	166,402
其他非流动资产	207,704	207,704	207,704	207,704
非流动资产合计	444,570	469,084	494,624	517,512
资产总计	1,352,970	1,446,744	1,566,935	1,690,473
流动负债：				
短期借款	46,057	48,358	50,919	53,556
应付账款、票据	452,797	515,810	590,228	664,481
其他流动负债	182,560	182,560	182,560	182,560
流动负债合计	832,081	915,908	1,012,016	1,109,089
非流动负债：				
长期借款	144,579	146,025	160,628	176,691
其他非流动负债	29,816	29,816	29,816	29,816
非流动负债合计	174,396	175,841	190,444	206,507
负债合计	1,006,477	1,091,749	1,202,460	1,315,596
所有者权益				
股本	13,580	13,580	13,580	13,580
股东权益	346,493	354,995	364,475	374,877
负债和所有者权益	1,352,970	1,446,744	1,566,935	1,690,473

现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	29315	32933	36726	40293
少数股东权益	4625	5203	5803	6366
折旧摊销	16487	7491	7419	7453
公允价值变动	-243	-72	-65	-89
营运资金变动	-57487	13873	-223	-4639
经营活动现金净流量	-7304	59428	49660	49384
投资活动现金净流量	-61070	-27927	-28953	-26130
筹资活动现金净流量	69981	-20685	-10082	-11192
现金流量净额	1,607	10,816	10,626	12,063

资料来源：Wind、华鑫证券研究

利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,020,010	1,145,343	1,274,845	1,411,484
营业成本	922,127	1,041,824	1,159,914	1,285,001
营业税金及附加	3,623	4,123	4,589	5,081
销售费用	6,147	6,872	7,649	8,469
管理费用	20,742	22,449	24,987	27,665
财务费用	3,684	4,909	5,644	6,429
研发费用	20,254	22,907	25,497	28,230
费用合计	50,827	57,137	63,777	70,792
资产减值损失	-8,277	-2,953	-2,867	-2,518
公允价值变动	-243	-72	-65	-89
投资收益	-194	-208	-219	-267
营业利润	34,814	38,785	43,078	47,437
加：营业外收入	1,112	1,206	1,298	1,203
减：营业外支出	775	503	603	956
利润总额	35,151	39,488	43,773	47,684
所得税费用	5,836	6,555	7,048	7,391
净利润	29,315	32,933	36,726	40,293
少数股东损益	4,625	5,203	5,803	6,366
归母净利润	24,691	27,730	30,923	33,927

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	12.0%	12.3%	11.3%	10.7%
归母净利润增长率	10.3%	12.3%	11.5%	9.7%
盈利能力				
毛利率	9.6%	9.0%	9.0%	9.0%
四项费用/营收	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
净利率	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%
ROE	7.1%	7.8%	8.5%	9.1%
偿债能力				
资产负债率	74.4%	75.5%	76.7%	77.8%
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	6.1	6.3	6.3	6.3
存货周转率	3.3	3.5	3.5	3.5
每股数据(元/股)				
EPS	1.82	2.04	2.28	2.50
P/E	5.4	4.8	4.3	3.9
P/S	0.1	0.1	0.1	0.1
P/B	0.5	0.5	0.5	0.5

■ 建筑建材组介绍

黄俊伟：同济大学土木工程学士&复旦大学金融学硕士，超过5年建筑建材行业研究经验和3年建筑建材实业从业经验。

华潇：复旦大学金融学硕士。研究方向为建筑建材及新材料方向。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准

确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。