

# 中国铁建 (601186)

证券研究报告

2023年03月31日

## 毛利率较多改善，海外增长好于国内

公司公告 2022 年年报，22fy 收入 10,963 亿元，yoy+7.5%，归母净利 266 亿元，yoy+7.9%，扣非归母净利 241 亿元，yoy+7.4%；单 22q4 收入 2,979 亿元，yoy+4.7%，归母净利 79 亿元，yoy+15.8%，扣非归母净利 62 亿元，yoy+4.8%。22 年全年业绩符合预期。

### 充足在手订单支撑收入增长前景，收入新签增速海外均优于国内

收入分业务，22fy 工程承包/规划设计咨询/工业制造/房地产开发/物资物流收入分别为 9,647/203/247/623/955 亿元，分别 yoy+8%/5%/13%/23%/-8%。22fy 公司新签合同额 32,450 亿元，yoy+15%，铁路、公路、矿山开采、水利水运、电力工程贡献核心增量，传统主业优势持续巩固，矿山高端经营及水利电力等或打造新动能。22fy 海外收入 541 亿元，yoy+15%，海外新签 3,061 亿元，yoy+19%，均回归较快增长，“海外优先”战略效果逐步显现。22fy 末公司未完合同额 63,627 亿元，yoy+31%，为同期收入的 5.8 倍；其中海外未完合同额 118,27 亿，占比约 19%，为同期海外收入的 21.9 倍。

### 毛利率较多改善，地产效益下滑较多

22fy 公司综合毛利率 10.1%，yoy+0.5pct；单 22q4 毛利率 13.7%，yoy+1.5pct，22q4 毛利率达近年最好水平。分业务，22fy 工程承包/规划设计咨询/工业制造/房地产开发/物资物流毛利率分别为 8.6%/35.9%/22.6%/14.0%/7.4%，分别 yoy+0.7/+2.8/-0.1/-3.6/-0.2pct。工程承包毛利率延续改善，勘察设计咨询回归增长，地产效益较多下滑仍拖累整体毛利率。22fy 期间费用率 yoy+0.2pct 至 5.2%，主因研发费用率 yoy+0.2pct。减值损失影响减小，占收入比例 yoy-0.2pct 至 0.7%，投资损失占收入比例 yoy+0.4pct 至 0.4%。22fy 公司归母净利率 2.4%，同比基本平稳；单 22q4 归母净利率 2.7%，yoy+0.3pct。

### 经营性现金流同比大幅改善

22fy 末公司资产负债率 74.7%，同增 0.3pct；带息负债比率 22.7%，同减 0.1pct；两金（存货+合同资产+应收账款）周转有所放缓，22fy 两金周转天数为 237 天，同比延长 17 天。22fy 经营性现金流净额同比多流入 634 亿至净流入 561 亿，投资性现金流净额同比少流出 54 亿至净流出 556 亿。

### 受益“一带一路”景气向上，增长动能及质量无虞，维持“买入”评级

央企受益资质、施工能力优势，中长期份额或持续提升，公司工程综合实力无虞，多领域拓展效果逐步显现。公司坚持“海外优先”战略，深耕“一带一路”为主的海外主要区域，或受益“一带一路”需求景气向上。首单 REITs 登陆上交所，对盘活存量资产、拓宽融资渠道及催化市场对公司价值再认知有积极意义。公司增长动能及质量无虞，估值有优势。考虑地产仍拖累业绩，下调公司 23-24 年归母净利分别为 299/333 亿（前值 304/339 亿），新增 25 年归母净利预测为 374 亿，分别 yoy+12%/11%/12%。认可给予公司 23 年 8x 目标 PE，上调目标价至 17.60 元（前值 12.02 元），维持“买入”评级。

**风险提示：**基建投资增速不及预期、工程订单结转不及预期、海外需求修复低于预期、央企项目拓展受限致优势弱化

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,020,010.18	1,096,312.87	1,228,333.16	1,372,409.69	1,530,100.57
增长率(%)	12.05	7.48	12.04	11.73	11.49
EBITDA(百万元)	85,011.04	94,183.40	77,930.82	84,210.29	91,863.72
净利润(百万元)	24,690.56	26,642.09	29,882.46	33,286.66	37,407.51
增长率(%)	10.26	7.90	12.16	11.39	12.38
EPS(元/股)	1.82	1.96	2.20	2.45	2.75
市盈率(P/E)	4.96	4.59	4.09	3.68	3.27
市净率(P/B)	0.46	0.42	0.38	0.35	0.31
市销率(P/S)	0.12	0.11	0.10	0.09	0.08
EV/EBITDA	0.68	0.25	(0.40)	(1.01)	(1.90)

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	建筑装饰/基础建设
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	9.02 元
目标价格	17.60 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	11,503.25
流通 A 股股本(百万股)	11,503.25
A 股总市值(百万元)	103,759.27
流通 A 股市值(百万元)	103,759.27
每股净资产(元)	16.98
资产负债率(%)	74.67
一年内最高/最低(元)	10.39/6.83

### 作者

武慧东	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050002	wuhuidong@tfzq.com
鲍荣富	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003	baorongfu@tfzq.com
吴红艳	联系人
wuhongyan@tfzq.com	

### 股价走势



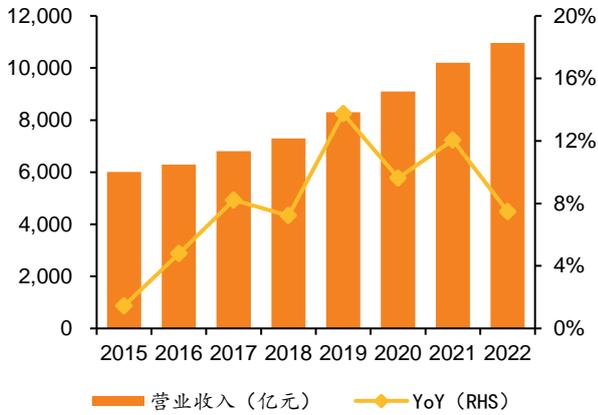
资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《中国铁建-季报点评:收入增长有韧性，现金流较多改善》2022-11-02
- 《中国铁建-半年报点评:22q2 新签提速，收入利润增长有韧性》2022-09-06
- 《中国铁建-公司点评:22q2 新签全面提速，关注估值修复机会》2022-07-22

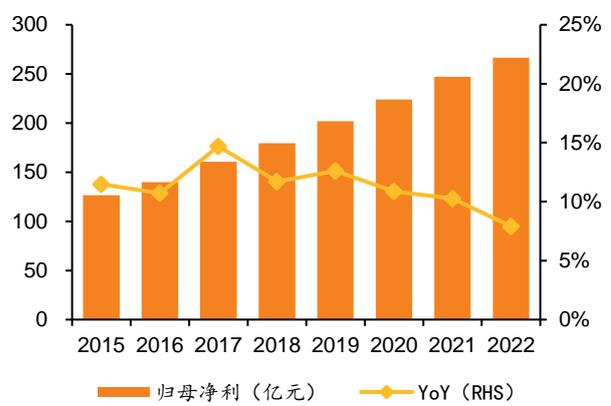
## 公司历年经营情况及可比公司估值表

图 1：公司近年营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司近年归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 3：可比公司估值情况

股票代码	公司名称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元/股)				P/E			
				21A	22A	23E	24E	21A	22A	23E	24E
601390.SH	中国中铁	1,703	6.88	1.12	1.26	1.42	1.60	6.2	5.4	4.8	4.3
601668.SH	中国建筑	2,432	5.80	1.23	1.35	1.51	1.67	4.7	4.3	3.8	3.5
601800.SH	中国交建	1,707	10.56	1.11	1.18	1.39	1.54	9.5	8.9	7.6	6.9
601618.SH	中国中冶	808	3.90	0.40	0.50	0.56	0.64	9.7	7.9	7.0	6.1
601117.SH	中国化学	567	9.28	0.76	0.89	1.08	1.28	12.2	10.5	8.6	7.2
601669.SH	中国电建	1,228	7.13	0.50	0.62	0.73	0.86	14.2	11.4	9.8	8.3
601868.SH	中国能建	1,005	2.41	0.16	0.19	0.22	0.26	15.4	12.9	11.0	9.4
<b>平均值</b>								<b>10.3</b>	<b>8.8</b>	<b>7.5</b>	<b>6.5</b>
<b>中位数</b>								<b>9.7</b>	<b>8.9</b>	<b>7.6</b>	<b>6.9</b>
601186.SH	中国铁建	1,224	9.01	1.82	1.96	2.20	2.45	5.0	4.6	4.1	3.7

注：股价时间 2023/03/31；除中国铁建外，其他业绩预测源自 Wind 一致预期；除中国建筑、中国电建外，其余 22 年 EPS、PE 为实际值；

资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	126,821.15	158,424.81	245,666.63	304,863.71	401,031.41
应收票据及应收账款	168,406.54	149,724.65	172,596.20	172,282.06	195,221.85
预付账款	25,533.46	27,473.84	31,926.73	34,429.58	39,526.97
存货	279,554.02	299,818.53	349,432.76	375,845.20	432,503.79
其他	111,768.93	120,146.84	358,923.73	422,934.03	414,925.83
<b>流动资产合计</b>	<b>712,084.10</b>	<b>755,588.66</b>	<b>1,158,546.04</b>	<b>1,310,354.58</b>	<b>1,483,209.84</b>
长期股权投资	98,163.52	127,985.24	127,985.24	127,985.24	127,985.24
固定资产	61,167.67	66,085.80	54,873.11	43,192.04	31,077.08
在建工程	9,273.85	7,593.17	6,874.54	6,299.63	5,839.70
无形资产	68,306.12	62,576.50	61,124.07	59,671.64	58,219.21
其他	207,659.12	249,658.16	250,300.71	249,864.43	249,461.55
<b>非流动资产合计</b>	<b>444,570.28</b>	<b>513,898.87</b>	<b>501,157.66</b>	<b>487,012.97</b>	<b>472,582.78</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,352,970.01</b>	<b>1,523,951.05</b>	<b>1,659,703.70</b>	<b>1,797,367.55</b>	<b>1,955,792.62</b>
短期借款	46,057.40	51,367.56	54,758.24	54,758.24	54,758.24
应付票据及应付账款	452,796.97	515,176.28	569,545.25	642,196.08	708,334.26
其他	182,559.62	203,974.92	409,752.88	435,093.94	483,037.23
<b>流动负债合计</b>	<b>681,413.98</b>	<b>770,518.76</b>	<b>1,034,056.37</b>	<b>1,132,048.26</b>	<b>1,246,129.73</b>
长期借款	115,044.57	133,415.43	133,415.43	133,415.43	133,415.43
应付债券	29,534.88	28,096.70	28,815.79	28,815.79	28,576.09
其他	29,816.24	41,785.52	41,785.52	41,785.52	41,785.52
<b>非流动负债合计</b>	<b>174,395.69</b>	<b>203,297.64</b>	<b>204,016.73</b>	<b>204,016.73</b>	<b>203,777.04</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,006,477.01</b>	<b>1,137,935.19</b>	<b>1,238,073.10</b>	<b>1,336,064.99</b>	<b>1,449,906.76</b>
少数股东权益	77,703.70	95,531.88	101,264.16	107,649.45	114,825.24
股本	13,579.54	13,579.54	13,579.54	13,579.54	13,579.54
资本公积	44,886.59	48,907.06	48,907.06	48,907.06	48,907.06
留存收益	148,345.85	168,856.85	198,739.31	232,025.97	269,433.49
其他	61,977.31	59,140.54	59,140.54	59,140.54	59,140.54
<b>股东权益合计</b>	<b>346,493.00</b>	<b>386,015.86</b>	<b>421,630.60</b>	<b>461,302.56</b>	<b>505,885.86</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,352,970.01</b>	<b>1,523,951.05</b>	<b>1,659,703.70</b>	<b>1,797,367.55</b>	<b>1,955,792.62</b>

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	29,315.20	31,752.78	29,882.46	33,286.66	37,407.51
折旧摊销	16,684.99	18,658.52	19,301.89	19,626.54	19,945.44
财务费用	5,692.09	4,316.38	5,313.87	5,182.27	5,290.19
投资损失	(3,765.66)	(1,303.44)	2,000.00	2,000.00	2,000.00
营运资金变动	(58,508.85)	31,621.29	29,866.57	7,208.25	38,291.41
其它	3,278.33	(28,910.57)	5,732.28	6,385.29	7,175.79
<b>经营活动现金流</b>	<b>(7,303.91)</b>	<b>56,134.95</b>	<b>92,097.07</b>	<b>73,689.02</b>	<b>110,110.34</b>
资本支出	41,112.69	33,549.00	5,918.13	5,918.13	5,918.13
长期投资	27,542.48	29,821.72	0.00	0.00	0.00
其他	(129,725.35)	(119,016.42)	(9,569.27)	(15,227.80)	(14,330.88)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(61,070.19)</b>	<b>(55,645.70)</b>	<b>(3,651.14)</b>	<b>(9,309.67)</b>	<b>(8,412.76)</b>
债权融资	10,074.39	25,488.85	(1,204.10)	(5,182.27)	(5,529.89)
股权融资	(7,601.66)	1,183.69	0.00	0.00	0.00
其他	8,129.35	7,221.68	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>10,602.08</b>	<b>33,894.22</b>	<b>(1,204.10)</b>	<b>(5,182.27)</b>	<b>(5,529.89)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(57,772.02)</b>	<b>34,383.48</b>	<b>87,241.82</b>	<b>59,197.08</b>	<b>96,167.70</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>1,020,010.18</b>	<b>1,096,312.87</b>	<b>1,228,333.16</b>	<b>1,372,409.69</b>	<b>1,530,100.57</b>
营业成本	922,126.89	985,747.67	1,104,639.75	1,233,991.95	1,375,329.47
营业税金及附加	3,622.91	4,173.43	4,676.01	5,224.48	5,824.77
销售费用	6,147.10	6,642.39	7,442.28	8,315.21	9,270.64
管理费用	20,741.92	21,873.05	24,507.04	27,381.58	30,527.74
研发费用	20,253.96	25,003.94	29,857.46	34,731.98	39,487.76
财务费用	3,683.53	3,578.30	5,313.87	5,182.27	5,290.19
资产/信用减值损失	(9,866.48)	(7,938.74)	(7,894.74)	(8,747.17)	(9,684.47)
公允价值变动收益	(243.22)	(462.61)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(193.60)	(4,665.94)	(2,000.00)	(2,000.00)	(2,000.00)
其他	18,922.78	24,959.80	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>34,814.41</b>	<b>37,401.58</b>	<b>42,002.02</b>	<b>46,835.05</b>	<b>52,685.52</b>
营业外收入	1,111.80	1,183.19	1,183.19	1,183.19	1,183.19
营业外支出	774.79	760.32	760.32	760.32	760.32
<b>利润总额</b>	<b>35,151.42</b>	<b>37,824.46</b>	<b>42,424.90</b>	<b>47,257.93</b>	<b>53,108.40</b>
所得税	5,836.22	6,071.68	6,810.16	7,585.97	8,525.10
<b>净利润</b>	<b>29,315.20</b>	<b>31,752.78</b>	<b>35,614.74</b>	<b>39,671.96</b>	<b>44,583.30</b>
少数股东损益	4,624.65	5,110.68	5,732.28	6,385.29	7,175.79
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>24,690.56</b>	<b>26,642.09</b>	<b>29,882.46</b>	<b>33,286.66</b>	<b>37,407.51</b>
每股收益(元)	1.82	1.96	2.20	2.45	2.75

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	12.05%	7.48%	12.04%	11.73%	11.49%
营业利润	12.23%	7.43%	12.30%	11.51%	12.49%
归属于母公司净利润	10.26%	7.90%	12.16%	11.39%	12.38%
<b>获利能力</b>					
毛利率	9.60%	10.09%	10.07%	10.09%	10.12%
净利率	2.42%	2.43%	2.43%	2.43%	2.44%
ROE	9.19%	9.17%	9.33%	9.41%	9.57%
ROIC	21.76%	15.56%	18.96%	26.22%	33.35%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	74.39%	74.67%	74.60%	74.33%	74.13%
净负债率	29.59%	25.90%	4.00%	-9.18%	-27.43%
流动比率	1.09	1.08	1.12	1.16	1.19
速动比率	0.76	0.76	0.78	0.83	0.84
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	6.53	6.89	7.62	7.96	8.33
存货周转率	3.99	3.78	3.78	3.78	3.79
总资产周转率	0.79	0.76	0.77	0.79	0.82
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.82	1.96	2.20	2.45	2.75
每股经营现金流	-0.54	4.13	6.78	5.43	8.11
每股净资产	19.79	21.39	23.59	26.04	28.80
<b>估值比率</b>					
市盈率	4.96	4.59	4.09	3.68	3.27
市净率	0.46	0.42	0.38	0.35	0.31
EV/EBITDA	0.68	0.25	-0.40	-1.01	-1.90
EV/EBIT	0.85	0.32	-0.54	-1.32	-2.43

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com