

中国铁建 (601186.SH)

电力工程布局加速，现金流改善明显

买入

核心观点

营收及净利稳健增长，增速趋缓。2022年公司实现营业收入10963亿元，同比增长7.5%，增幅收窄4.6pct，归母净利润266.4亿元，同比增长7.9%，增幅收窄2.4pct，扣非归母净利润240.9亿元，同比增长7.4%。其中四季度单季营收2978.9亿元，同比增长4.7%，归母净利润79.0亿元，同比增长15.8%。

在手订单充足，投资运营、绿色环保、电力工程成为公司业务新增长极。公司2022年新签合同额32450亿元，同比增长15.1%，增幅扩大4.7pct，新签订单保障倍数达2.96。**分业务看**，工程承包新签18626亿元，同比增长11.2%，其中电力工程同增290.7%，主因公司以抽水蓄能和海上风电市场开发为突破口，加快进军新能源领域；投资运营新签7513亿元，同比增长22.7%，绿色环保新签1907亿元，同比增长50.4%，主因“双碳”背景下，绿色转型加速。**分地区看**，境内新签合同额29389.5亿元，占总新签合同总额90.6%，同比增长14.7%，境外业务新签合同额3060.5亿元，占新签合同总额的9.4%，同比增长19.0%。

现金流明显改善，资产结构持续优化。2022年公司毛利率10.1%，增0.5pc，净利率2.9%，净资产收益率11.05%，与前年持平。经营现金净流入561.4亿元，21年流出73亿，现金流明显改善，主因：1) 地方专项债提速，业主资金面较好；2) 部分单位受益于国家退税政策；3) 公司加大对下资金归集力度，证券化及保理力度。资产负债率74.67%，与前年持平。

投资建议：公司营收及净利稳健增长，增速承压，在手订单充足，投资运营、绿色环保、电力工程成为公司业务新增长极，现金流明显改善，资产结构持续优化。盈利预测中，因公司新业务拓展力度加大，研发费用增速由前三年移动平均值*1.03调整至前三年移动平均值*1.05，其余假设维持。根据原有假设，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，调整后预计公司2023-2025年归母净利润240/268/268亿元，每股收益1.77/1.97/1.98元，对应当前股价PE为5.09/4.57/4.55X。公司合理估值10.62-12.2元，较当前股价有17.9%-27.9%溢价，维持“买入”评级。

风险提示：基建投资力度不及预期；项目投资风险；国际投资经营风险等。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,020,010	1,096,313	1,217,675	1,358,316	1,483,825
(+/-%)	12.0%	7.5%	11.1%	11.6%	9.2%
净利润(百万元)	24691	26642	24030	26801	26832
(+/-%)	10.3%	7.9%	-9.8%	11.5%	0.1%
每股收益(元)	1.82	1.96	1.77	1.97	1.98
EBIT Margin	4.6%	4.8%	3.9%	3.9%	3.7%
净资产收益率 (ROE)	9.2%	9.2%	8.2%	9.0%	8.9%
市盈率 (PE)	5.0	4.6	5.1	4.6	4.6
EV/EBITDA	17.8	17.8	23.7	23.7	24.9
市净率 (PB)	0.46	0.42	0.42	0.41	0.40

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·财报点评

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：卢思宇

0755-81981872

lusiuyu1@guosen.com.cn

联系人：朱家琪

021-60375435

zhujiaqi@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	10.62 - 12.20元
收盘价	9.01元
总市值/流通市值	122352/122352百万元
52周最高价/最低价	10.39/6.83元
近3个月日均成交额	960.28百万元

市场走势



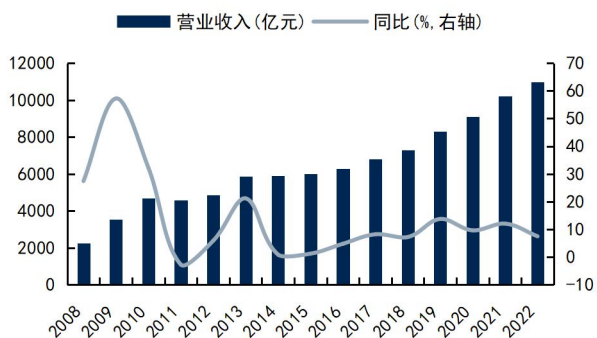
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《中国铁建(601186.SH)-基建综合“国家队”，价值重估可期》
 ——2023-03-09

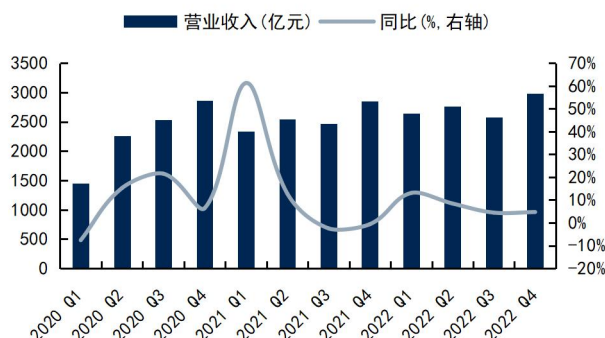
营收及净利稳健增长，增速趋缓。2022 年公司实现营业收入 10963 亿元，同比增长 7.5%，增幅收窄 4.6pct，归母净利润 266.4 亿元，同比增长 7.9%，增幅收窄 2.4pct，扣非归母净利润 240.9 亿元，同比增长 7.4%。其中四季度单季营收 2978.9 亿元，同比增长 4.7%，归母净利润 79.0 亿元，同比增长 15.8%。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元，%）



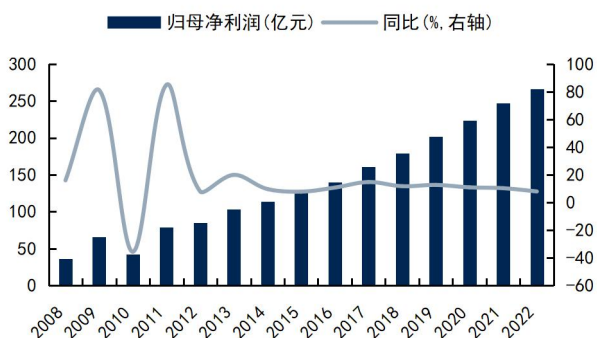
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及增速（单位：亿元，%）



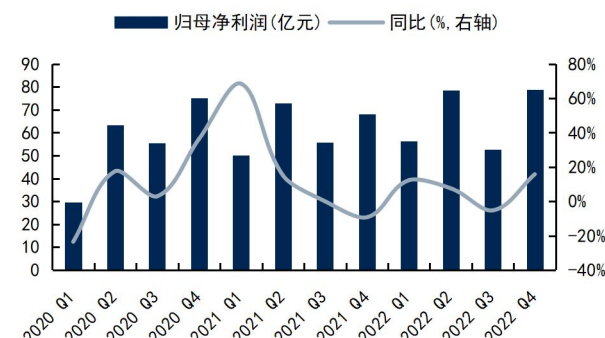
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（单位：亿元，%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

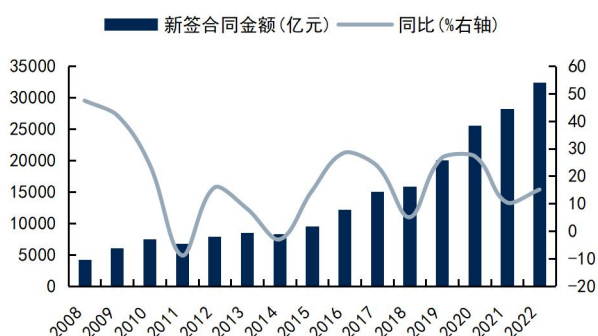
图4：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元，%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

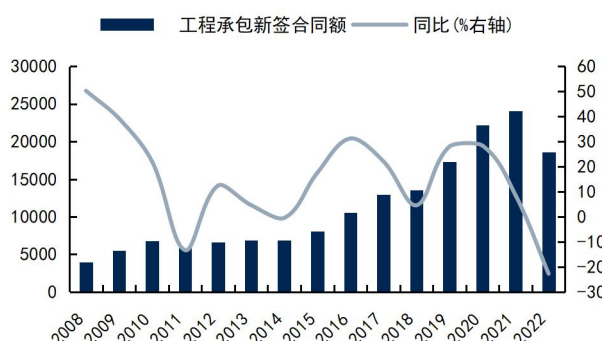
在手订单充足，投资运营、绿色环保、电力工程成为公司业务新增长极。公司 2022 年新签合同额 32450 亿元，同比增长 15.1%，增幅扩大 4.7pct，新签订单保障倍数达 2.96。**分业务看**，工程承包新签 18626 亿元，同比增长 11.2%，其中电力工程同增 290.7%，主因公司以抽水蓄能和海上风电市场开发为突破口，加快进军新能源领域；投资运营新签 7513 亿元，同比增长 22.7%，绿色环保新签 1907 亿元，同比增长 50.4%，主因“双碳”背景下，绿色转型加速。**分地区看**，境内新签合同额 29389.5 亿元，占总新签合同总额 90.6%，同比增长 14.7%，境外业务新签合同额 3060.5 亿元，占新签合同总额的 9.4%，同比增长 19.0%。

图5: 公司新签合同额及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司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7: 公司新签合同额分业务 (单位: 亿元)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

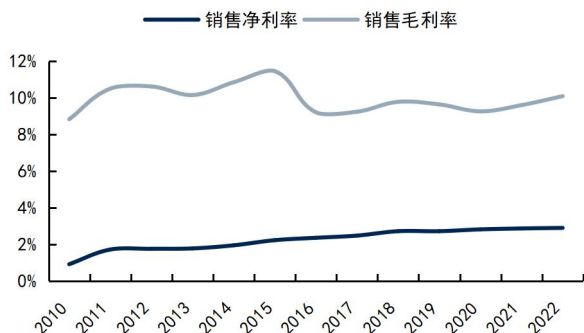
图8: 公司境外新签合同额及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

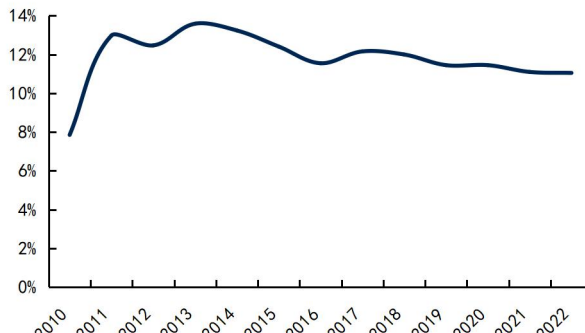
现金流明显改善，资产结构持续优化。2022年公司毛利率10.1%，增0.5pc，净利率2.9%，净资产收益率11.05%，与前年持平，经营现金净流入561.4亿元，21年流出73亿，现金流明显改善，主因：1）地方专项债提速，业主资金面较好；2）部分单位受益于国家退税政策；3）公司加大对下资金归集力度，证券化及保理力度。资产负债率74.67%，与前年持平。

图9：公司净利率及毛利率



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图10：公司净资产收益率 ROE



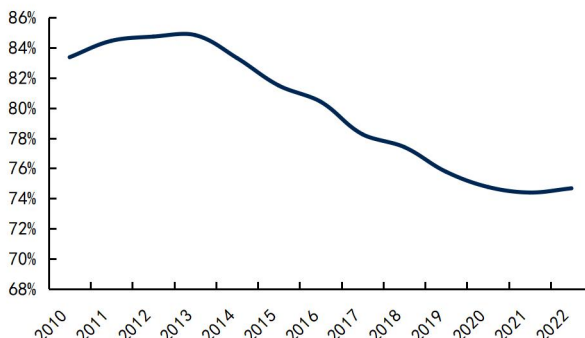
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图11：公司经营、投资、筹资活动现金流（单位：亿元）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图12：公司资产负债率



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

投资建议：公司营收及净利稳健增长，增速承压，在手订单充足，投资运营、绿色环保、电力工程成为公司业务新增长极，现金流明显改善，资产结构持续优化。盈利预测中，因公司新业务拓展力度加大，研发费用增速由前三年移动平均值*1.03 调整至前三年移动平均值*1.05，其余假设维持。根据原有假设，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，调整后预计公司 2023-2025 年归母净利润 240/268/268 亿元，每股收益 1.77/1.97/1.98 元，对应当前股价 PE 为 5.09/4.57/4.55X。公司合理估值 10.62-12.2 元，较当前股价有 17.9%-27.9%溢价，维持“买入”评级。

表1：可比公司估值比较（2023 年 3 月 31 日收盘价）

公司代码	公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE		PB
				2023E	2024E	2023E	2024E	
601668.SH	中国建筑	5.8	2432.20	1.47	1.64	3.95	3.54	0.67
601390.SH	中国中铁	6.88	1702.95	1.12	1.27	6.14	5.42	0.67
601800.SH	中国交建	10.56	1707.10	1.35	1.54	7.82	6.86	0.7
601618.SH	中国中冶	3.9	808.22	0.56	0.63	6.96	6.19	0.87
600039.SH	四川路桥	13.8	859.11	1.94	2.35	7.11	5.87	2.06
600820.SH	隧道股份	5.7	179.21	0.93	1.06	6.13	5.38	0.7
600170.SH	上海建工	2.73	243.09	0.47	0.51	5.81	5.35	0.85
均值				1.12	1.29	6.27	5.52	0.93
601186.SH	中国铁建	9.01	1223.52	1.77	1.97	5.09	4.57	0.53

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

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	126821	158425	157748	147665	154612	营业收入	1020010	1096313	1217675	1358316	1483825
应收款项	232193	215775	266061	291113	311424	营业成本	922127	985748	1103486	1230425	1345013
存货净额	279554	299819	330247	374430	408465	营业税金及附加	3623	4173	4651	5061	5615
其他流动资产	249647	309954	309416	353876	394377	销售费用	6147	6642	7655	8568	9503
流动资产合计	908400	1010052	1073472	1177084	1278878	管理费用	20742	21873	26960	29909	33054
固定资产	70442	73679	96049	117460	137463	研发费用	20254	25004	26894	30783	35084
无形资产及其他	68261	62531	60030	57528	55027	财务费用	3684	3578	6633	7512	8700
投资性房地产	207704	249704	249704	249704	249704	投资收益	(194)	(4666)	(5133)	(5646)	(6210)
长期股权投资	98164	127985	154099	181925	209845	资产减值及公允价值变动	(1833)	(3514)	(2088)	(2478)	(2693)
资产总计	1352970	1523951	1633353	1783700	1930917	其他收入	(26847)	(28717)	(26894)	(30783)	(35084)
短期借款及交易性金融负债	84761	96895	103019	134143	160422	营业利润	34814	37402	34175	37933	37951
应付款项	452797	515176	571821	632619	699713	营业外净收支	337	423	410	390	408
其他流动负债	294523	322566	356506	400870	439702	利润总额	35151	37824	34585	38323	38359
流动负债合计	832081	934638	1031346	1167633	1299837	所得税费用	5836	6072	5881	6344	6343
长期借款及应付债券	144579	161512	161512	161512	161512	少数股东损益	4625	5111	4673	5178	5183
其他长期负债	29816	41786	50328	59637	69578	归属于母公司净利润	24691	26642	24030	26801	26832
长期负债合计	174396	203298	211840	221149	231090	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	1006477	1137935	1243186	1388782	1530927	净利润	24691	26642	24030	26801	26832
少数股东权益	77704	95532	96208	96977	97798	资产减值准备	566	1461	(98)	(35)	19
股东权益	268789	290484	293960	297941	302192	折旧摊销	16217	18104	9649	10195	10892
负债和股东权益总计	1352970	1523951	1633353	1783700	1930917	公允价值变动损失	1833	3514	2088	2478	2693
						财务费用	3684	3578	6633	7512	8700
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(71139)	(2301)	18852	742	21038
每股收益	1.82	1.96	1.77	1.97	1.98	其它	(16)	(531)	774	804	802
每股红利	1.60	1.60	1.51	1.68	1.66	经营活动现金流	(27848)	46889	55296	40986	62276
每股净资产	19.79	21.39	21.65	21.94	22.25	资本开支	0	(17770)	(31508)	(31548)	(31105)
ROIC	8.30%	9.00%	7%	8%	8%	其它投资现金流	(3874)	(5895)	16080	0	0
ROE	9.19%	9.17%	8%	9%	9%	投资活动现金流	(31416)	(53487)	(41541)	(59374)	(59026)
毛利率	10%	10%	9%	9%	9%	权益性融资	(156)	34975	0	0	0
EBIT Margin	5%	5%	4%	4%	4%	负债净变化	4026	18371	0	0	0
EBITDA Margin	6%	6%	5%	5%	4%	支付股利、利息	(21754)	(21791)	(20555)	(22820)	(22581)
收入增长	12%	7%	11%	12%	9%	其它融资现金流	33699	10067	6123	31124	26279
净利润增长率	10.26%	7.90%	-9.80%	11.53%	0.12%	融资活动现金流	(1911)	38202	(14431)	8304	3697
资产负债率	80%	81%	82%	83%	84%	现金净变动	(61176)	31604	(677)	(10083)	6948
股息率	17.8%	17.8%	16.8%	18.7%	18.5%	货币资金的期初余额	187997	126821	158425	157748	147665
P/E	5.0	4.6	5.1	4.6	4.6	货币资金的期末余额	126821	158425	157748	147665	154612
P/B	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	企业自由现金流	0	42418	36854	24092	47192
EV/EBITDA	17.8	17.8	23.7	23.7	24.9	权益自由现金流	0	70856	37473	48947	66209

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