

中国铁建 (601186.SH)

业绩平稳，订单新签放缓但在手量仍充足

买入

核心观点

上半年营收及净利同比持平，二季度同比减少。2023 上半年公司实现营业收入 5410.6 亿元，同比持平，增幅收窄 10.5pct，归母净利润 136.5 亿元，同比增长 1.2%，增幅收窄 8.3pct，扣非归母净利润 129.0 亿元，同比持平。其中一/二季度单季营收 2735.4/2675.2 亿元，同比 +3.4%/-3.1%，归母净利润 59.1/77.4 亿元，同比 +5.1%/-1.4%。

新签订单增速放缓，在手订单充足，工程增长略超预期，投资运营业务新签大幅减少。公司 2023 上半年新签合同额 13590.7 亿元，同比增长 2.1%，占年度新签计划的 41.1%。**分业务看**，工程承包新签 9609.1 亿元，同比增长 28.5%；投资运营新签 1373.3 亿元，同比减少 53.9%，主因受市场影响，PPP 项目等招标总量减少，绿色环保新签 699.2 亿元，同比减少 16.8%。**分地区看**，境内新签合同额 12764.2 亿元，占总新签合同总额 93.9%，同比增长 4.3%，境外业务新签合同额 826.5 亿元，占新签合同总额的 6.1%，同比下降 23%。

现金流平稳，资产收益率小幅下滑。2023 上半年公司加权净资产收益率为 5.23%，同比下降 0.48pct，销售毛利率 8.91%，同比提升 0.24pct，销售净利率 3.05%，同比提升 0.11pct，资产周转率 0.34 次，同比下降 0.04 次。上半年经营性现金流净流出 193 亿元，同比少流出 2.6 亿元，投资性现金流净流出 284 亿元，同比少流出 101 亿元。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。公司上半年营收及净利持稳，新签增速放缓，在手订单充足，工程新签订单增长略超预期，现金流平稳。预计公司 2023-2025 年归母净利润 282/304/329 亿元，每股收益 2.08/2.24/2.42 元，对应当前股价 PE 为 4.29/3.98/3.69X。公司合理估值 10.4-12.3 元，较当前股价有 16.6%-37.9%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	1,167,244	1,243,816	1,314,713
(+/-%)	12.0%	7.5%	6.5%	6.6%	5.7%
净利润(百万元)	24691	26642	28233	30391	32853
(+/-%)	10.3%	7.9%	6.0%	7.6%	8.1%
每股收益(元)	1.82	1.96	2.08	2.24	2.42
EBIT Margin	4.6%	4.8%	4.6%	4.7%	4.9%
净资产收益率 (ROE)	9.2%	9.2%	9.6%	10.2%	10.8%
市盈率 (PE)	4.9	4.5	4.3	4.0	3.7
EV/EBITDA	17.8	17.7	20.8	20.6	20.2
市净率 (PB)	0.45	0.42	0.41	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

lusiuy1@guosen.com.cn

联系人：朱家琪

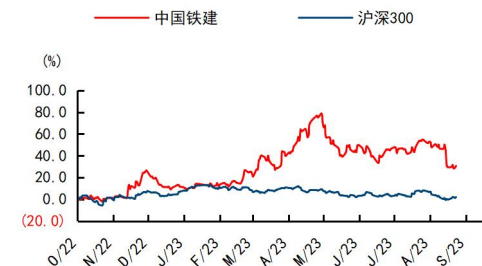
021-60375435

zhujiaqi@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	10.40 - 12.30 元
收盘价	8.92 元
总市值/流通市值	121130/121130 百万元
52 周最高价/最低价	13.08/6.83 元
近 3 个月日均成交额	798.25 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

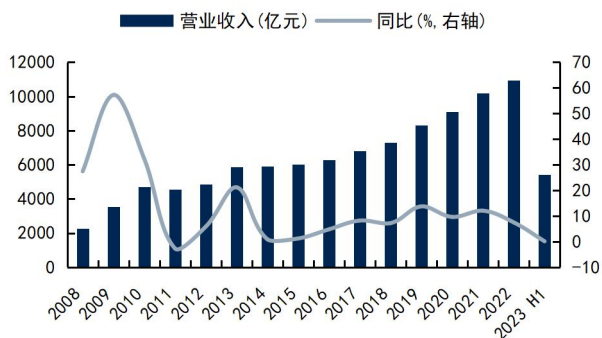
相关研究报告

 《中国铁建 (601186.SH) - 电力工程布局加速，现金流改善明显》
 ——2023-04-03

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

公司上半年营收及净利同比持平，二季度同比减少。2023 上半年公司实现营业收入 5410.6 亿元，同比持平，增幅收窄 10.5pct，归母净利润 136.5 亿元，同比增长 1.2%，增幅收窄 8.3pct，扣非归母净利润 129.0 亿元，同比持平。其中一/二季度单季营收 2735.4/2675.2 亿元，同比+3.4%/-3.1%，归母净利润 59.1/77.4 亿元，同比+5.1%/-1.4%。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元，%）



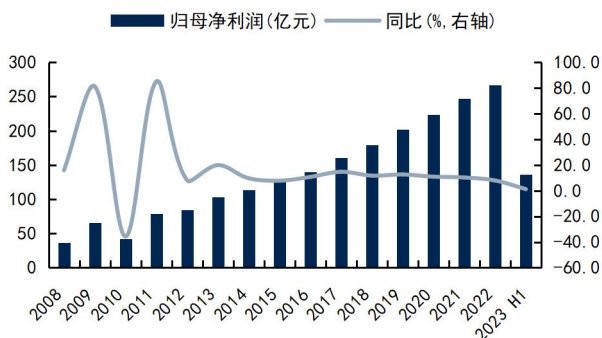
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及增速（单位：亿元，%）



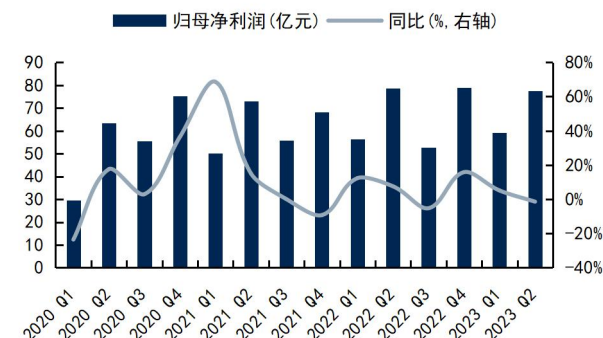
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

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

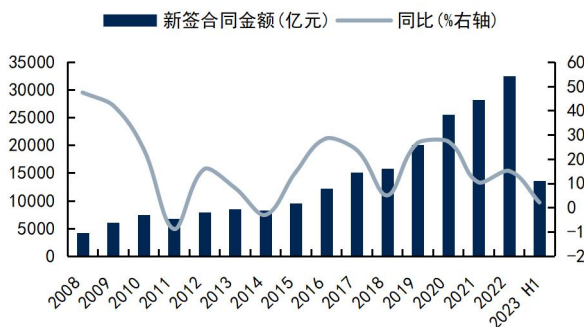
图4：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元，%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

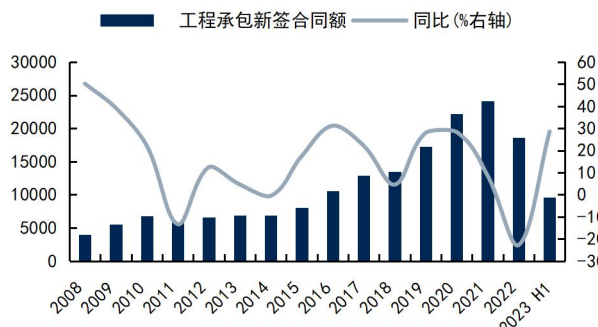
新签订单增速放缓，在手订单充足，工程增长略超预期，投资运营业务新签大幅减少。公司 2023 上半年新签合同额 13590.7 亿元，同比增长 2.1%，占年度新签计划的 41.1%。**分业务看**，工程承包新签 9609.1 亿元，同比增长 28.5%；投资运营新签 1373.3 亿元，同比减少 53.9%，主因受市场影响，PPP 项目等招标总量减少，绿色环保新签 699.2 亿元，同比减少 16.8%。**分地区看**，境内新签合同额 12764.2 亿元，占总新签合同总额 93.9%，同比增长 4.3%，境外业务新签合同额 826.5 亿元，占新签合同总额的 6.1%，同比下降 23%。

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

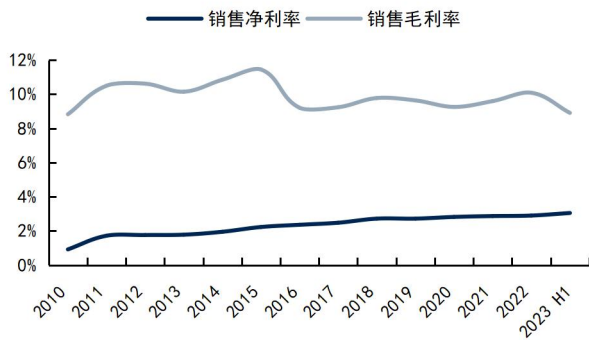
图8：公司境外新签合同额及增速（单位：亿元，%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

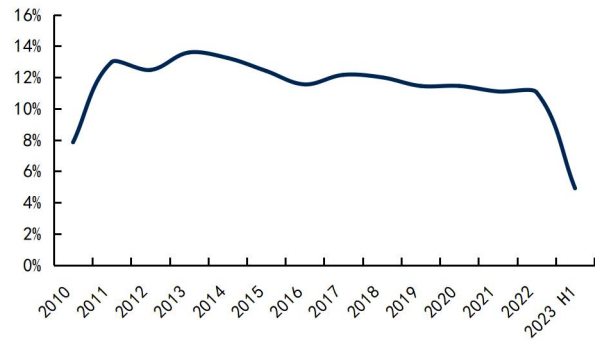
现金流平稳，资产收益率小幅下滑。2023 上半年公司加权净资产收益率为 5.23%，同比下降 0.48pct，销售毛利率 8.91%，同比提升 0.24pct，销售净利率 3.05%，同比提升 0.11pct，资产周转率 0.34 次，同比下降 0.04 次。上半年经营性现金流净流出 193 亿元，同比少流出 2.6 亿元，投资性现金流净流出 284 亿元，同比少流出 101 亿元。

图9：公司净利率及毛利率



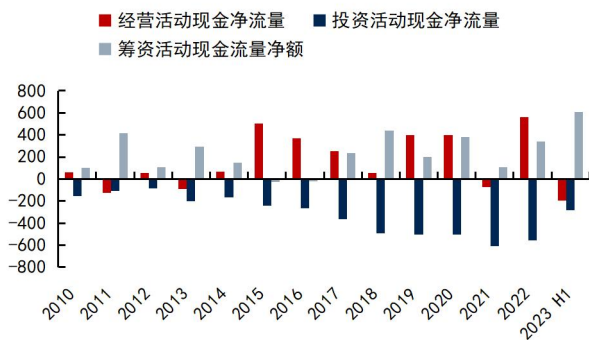
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图10：公司净资产收益率 ROE



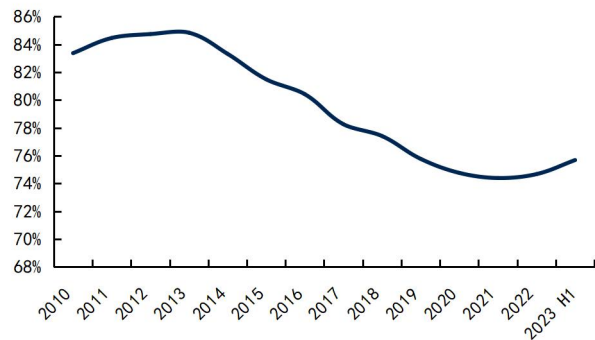
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

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：下调盈利预测，维持“买入”评级。公司上半年营收及净利持稳，新签增速放缓，在手订单充足，工程新签订单增长略超预期，现金流平稳。预计公司 2023-2025 年归母净利润 282/304/329 亿元，每股收益 2.08/2.24/2.42 元，对应当前股价 PE 为 4.29/3.98/3.69X。公司合理估值 10.4-12.3 元，较当前股价有 16.6%-37.9%溢价，维持“买入”评级。

表1：公司各项业务盈利预测（单位：亿元）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
工程承包						
营收	8133.34	8938.2	9647.20	10259.22	10779.89	11217.58
yoy	12.25%	9.90%	7.93%	6.34%	5.08%	4.06%
新签订单	22207.45	24105.04	18625.88	20508.40	22373.90	24205.58
yoy	28.32%	8.54%	11.23%	10.11%	9.10%	8.19%
物流与物资贸易						

	营收	766.25	1037.23	954.99	1130.48	1432.87	1766.76
	yoy	6.64%	35.36%	13.13%	18.38%	26.75%	23.30%
	新签订单	1204.04	1819.5	2249.09	2727.00	3248.51	3807.64
	yoy	25.86%	51.12%	23.61%	21.25%	19.12%	17.21%
房地产							
	营收	409.29	506.62	622.53	679.50	723.04	755.46
	yoy	-0.89%	23.78%	22.88%	9.15%	6.41%	4.48%
	新签订单	1265.24	1432.25	1313.16	1203.96	1113.85	1038.82
	yoy	0.88%	13.20%	-9.24%	-8.32%	-7.48%	-6.74%
工业制造业务							
	营收	180.49	218.62	189.96	207.01	225.15	249.97
	yoy	-0.31%	21.13%	5.25%	8.98%	8.76%	11.03%
	新签订单	345.12	340.84	373.20	417.82	474.22	514.19
	yoy	33.78%	-1.24%	9.50%	11.96%	13.50%	8.43%
勘察咨询设计							
	营收	184.6	194.2	202.96	214.14	224.33	236.65
	yoy	2.07%	5.20%	4.51%	5.51%	4.76%	5.49%
	新签订单	225.54	265.55	294.55	341.70	423.50	496.13
	yoy	51.09%	17.74%	10.92%	16.01%	23.94%	17.15%
2022年起,新签订单业务分类变动							
其他业务	新签订单	295.51	233.34			不适用	
	yoy	105.36%	-21.04%				
投资运营	新签订单			7513.02	8195.80	8866.15	9518.82
	yoy			22.72%	9.09%	8.18%	7.36%
绿色环保	新签订单			1906.58	2771.24	3902.34	5335.84
	yoy			50.39%	45.35%	40.82%	36.73%
产业金融	新签订单		不适用	114.07	102.59	93.30	85.70
	yoy			-11.18%	-10.06%	-9.06%	-8.15%
新兴产业	新签订单			60.47	61.26	61.98	62.64
	yoy			1.45%	1.31%	1.17%	1.06%
内部抵消 (仅营收适用)							
	营收	-570.72	-694.78	-711.83	-817.40	-947.01	-1079.40
	yoy	31.39%	21.74%	-	14.83%	15.86%	13.98%
合计							
	营收	9103.25	10200.09	10963.13	11672.97	12438.26	13147.02
	yoy	9.62%	12.05%	7.48%	6.47%	6.56%	5.70%
	新签订单	24676.73	27356.79	32450.01	36329.76	40557.76	45065.35
	yoy	32.95%	10.86%	15.09%	11.96%	11.64%	11.11%

资料来源: iFind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测

表2: 可比公司估值比较 (2023年9月1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	5.72	2397.80	1.38	1.51	4.14	3.77	0.56
601390.SH	中国中铁	6.84	1693.05	1.43	1.61	4.76	4.23	0.53
601800.SH	中国交建	9.57	1556.43	1.32	1.47	7.22	6.50	0.52
601618.SH	中国中冶	3.70	766.77	0.57	0.66	6.51	5.62	0.60
600039.SH	四川路桥	8.88	773.94	1.84	2.24	5.44	4.47	1.30
600820.SH	隧道股份	5.93	186.44	1.01	1.14	5.88	5.21	0.64
600170.SH	上海建工	2.78	247.03	0.34	0.39	8.25	7.16	0.64
均值				1.13	1.29	6.03	5.28	0.68
601186.SH	中国铁建	8.92	1211.30	2.08	2.24	4.29	3.98	0.39

资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理预测 (注: 可比公司均采用 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	1167244	1243816	1314713
应收款项	232193	215775	255042	266573	275931	营业成本	922127	985748	1056730	1124645	1187036
存货净额	279554	299819	316165	342041	360195	营业税金及附加	3623	4173	4459	4635	4975
其他流动资产	249647	309954	296601	324046	349430	销售费用	6147	6642	7125	7164	7854
流动资产合计	908400	1010052	1035556	1090325	1150168	管理费用	20742	21873	21482	22586	22606
固定资产	70442	73679	96049	117460	137463	研发费用	20254	25004	23324	25974	27903
无形资产及其他	68261	62531	60030	57528	55027	财务费用	3684	3578	6681	7622	8876
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	1595437	1696941	1802207	其他收入	(26847)	(28717)	(23324)	(25974)	(27903)
短期借款及交易性金融负债	84761	96895	105422	137202	166203	营业利润	34814	37402	40223	43067	46558
应付款项	452797	515176	547437	577896	617025	营业外净收支	337	423	410	390	408
其他流动负债	294523	322566	339844	364413	385399	利润总额	35151	37824	40633	43457	46965
流动负债合计	832081	934638	992704	1079511	1168627	所得税费用	5836	6072	6910	7194	7767
长期借款及应付债券	144579	161512	161512	161512	161512	少数股东损益	4625	5111	5490	5872	6346
其他长期负债	29816	41786	50328	59637	69578	归属于母公司净利润	24691	26642	28233	30391	32853
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	1204543	1300661	1399716	净利润	24691	26642	28233	30391	32853
少数股东权益	77704	95532	96326	97198	98204	资产减值准备	566	1461	(98)	(35)	19
股东权益	268789	290484	294568	299082	304287	折旧摊销	16217	18104	9649	10195	10892
负债和股东权益总计	1352970	1523951	1595437	1696941	1802207	公允价值变动损失	1833	3514	2088	2478	2693
						财务费用	3684	3578	6681	7622	8876
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(71139)	(2301)	15723	(549)	17178
每股收益	1.82	1.96	2.08	2.24	2.42	其它	(16)	(531)	892	907	986
每股红利	1.60	1.60	1.78	1.91	2.04	经营活动现金流	(27848)	46889	56487	43388	64621
每股净资产	19.79	21.39	21.69	22.02	22.41	资本开支	0	(17770)	(31508)	(31548)	(31105)
ROIC	8.30%	9.00%	8%	9%	10%	其它投资现金流	(3874)	(5895)	16080	0	0
ROE	9.19%	9.17%	10%	10%	11%	投资活动现金流	(31416)	(53487)	(41541)	(59374)	(59026)
毛利率	10%	10%	9%	10%	10%	权益性融资	(156)	34975	0	0	0
EBIT Margin	5%	5%	5%	5%	5%	负债净变化	4026	18371	0	0	0
EBITDA Margin	6%	6%	5%	6%	6%	支付股利、利息	(21754)	(21791)	(24150)	(25877)	(27648)
收入增长	12%	7%	6%	7%	6%	其它融资现金流	33699	10067	8527	31780	29001
净利润增长率	10.26%	7.90%	5.97%	7.64%	8.10%	融资活动现金流	(1911)	38202	(15623)	5903	1352
资产负债率	80%	81%	82%	82%	83%	现金净变动	(61176)	31604	(677)	(10083)	6948
股息率	18.0%	18.0%	19.9%	21.4%	22.8%	货币资金的期初余额	187997	126821	158425	157748	147665
P/E	4.9	4.5	4.3	4.0	3.7	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	38784	27175	50663
EV/EBITDA	17.8	17.7	20.8	20.6	20.2	权益自由现金流	0	70856	41767	52594	72255

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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