

2023 年 11 月 10 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

Q3 地产业务承压，境外市场景气向上

—中国中铁（601390.SH）公司动态研究报告

买入(维持)

投资要点

分析师：黄俊伟 S1050522060002

huangjw@cfsc.com.cn

联系人：华潇 S1050122110013

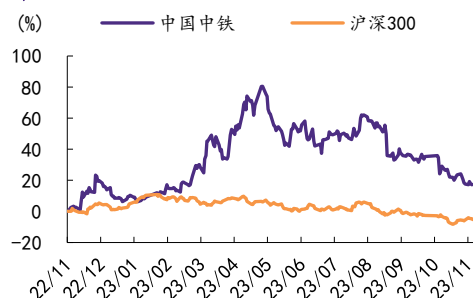
huaxiao@cfsc.com.cn

基本数据

2023-11-10

当前股价（元）	5.81
总市值（亿元）	1438
总股本（百万股）	24752
流通股本（百万股）	20364
52 周价格范围（元）	5.2-9.3
日均成交额（百万元）	1142.02

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《中国中铁（601390）：现金流改善明显，低 PB 属性仍强》2023-05-05
- 2、《中国中铁（601390）：现金流超预期增长，资源业务 ROE 高达 30%》2023-04-02
- 3、《中国中铁（601390）：基建业务稳健增长，矿储丰富提供发展新动能》2023-02-12

地产业务持续承压，其余业务稳中向好

2023 年 Q3 单季度，公司实现营业总收入/归母净利润/扣非净利润分别为 2937.55 亿元/77.72 亿元/73.66 亿元，同比变动+1.48%/-1.50%/+0.45%，整体符合预期。2023 年前三季度，公司实现营业总收入/归母净利润/扣非净利润 8845.20 亿元/240.12 亿元/225.98 亿元，同比变动+4.05%/+4.37%/+6.84%。

从业务来看，2023 年前三季度基础设施建设/设计咨询/装备制造/房地产开发/其他业务分别实现营业总收入 7723.81 亿元/133.96 亿元/200.55 亿元/252.45 亿元/534.44 亿元，同比变动+5.23%/+4.57%/+10.57%/-26.2%/+5.05%，其中地产业务降幅较大，其余业务稳中向好。

Q3 毛利率有所改善，期间费用率提高

盈利能力方面，2023 年 Q3 公司销售毛利率为 9.57%，同比/环比变动+0.79pct/+0.77pct，毛利率有所改善。2023 前三季度综合毛利率 9.22%，同比变动为+0.20pct，分业务看，基础设施建设/设计咨询/装备制造/房地产开发/其他业务的毛利率分别为 7.97%/27.20%/21.55%/13.02%/16.32%，同比变动为+0.12pct/-0.14pct/+1.47pct/+0.16pct/+1.54pct，多项业务毛利率同比提升，推动综合毛利率改善。

在费用端，2023 前三季度公司的销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.50%/2.13%/2.01%/0.37%，同比变动为+0.01pct/+0.01pct/+0.15pct/+0.12pct，前三季度期间费用率为 5.02%，同比变动+0.30pct。前三季度公司持续提高研发投入，而财务费用率提高主要是源于利息费用增加。

境外新签订单额加速增长，国企改革催化上行预期

2023 年前三季度公司境内外合计新签合同额 18022.5 亿元，同比下降 9.1%，其中境内新签 16749.8 亿元，同比下降 10.5%，境外新签 1272.7 亿元，同比上升 14.4%，境外市场表现十分亮眼，随着第三届“一带一路”峰会的后续经济、政治政策持续落地，海外市场景气有望进一步上升。

2023 年 1 月国资委对央企主要经营指标从“两利四率”到“一利五率”的调整将推动央企提高核心竞争力，加快实现企业高质量发展。随着考核体系的改变，企业价值有望得到进一步修复。

盈利预测

预测公司 2023-2025 年收入分别为 12624.74、13898.24、14964.62 亿元，EPS 分别为 1.34、1.54、1.75 元，当前股价对应 PE 分别为 4.3、3.8、3.3 倍，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

(1) 基建投资增速不及预期；(2) 宏观经济下行压力加大；(3) 部分项目收益率不及预期；(4) 境外项目进展低于预期。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	1,154,358	1,262,474	1,389,824	1,496,462
增长率（%）	7.6%	9.4%	10.1%	7.7%
归母净利润（百万元）	31,276	33,220	38,227	43,268
增长率（%）	13.2%	6.2%	15.1%	13.2%
摊薄每股收益（元）	1.26	1.34	1.54	1.75
ROE（%）	7.4%	7.6%	8.5%	9.3%

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	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产：				
现金及现金等价物	238,584	208,924	262,797	299,278
应收款	124,569	136,236	149,979	161,486
存货	207,871	228,095	250,658	267,490
其他流动资产	327,542	356,168	389,887	418,122
流动资产合计	898,566	929,424	1,053,320	1,146,375
非流动资产：				
金融类资产	21,898	21,898	21,898	21,898
固定资产	66,783	92,744	98,727	97,011
在建工程	50,690	20,276	8,110	3,244
无形资产	170,075	161,571	153,068	144,989
长期股权投资	109,881	109,881	109,881	109,881
其他非流动资产	317,171	317,171	317,171	317,171
非流动资产合计	714,600	701,644	686,957	672,297
资产总计	1,613,166	1,631,068	1,740,277	1,818,672
流动负债：				
短期借款	71,210	108,710	128,710	138,710
应付账款、票据	480,430	405,880	446,029	475,980
其他流动负债	184,795	184,795	184,795	184,795
流动负债合计	873,373	849,149	924,404	977,005
非流动负债：				
长期借款	279,751	309,751	329,751	339,751
其他非流动负债	36,984	36,984	36,984	36,984
非流动负债合计	316,734	346,734	366,734	376,734
负债合计	1,190,107	1,195,883	1,291,138	1,353,739
所有者权益				
股本	24,752	24,752	24,752	24,752
股东权益	423,059	435,185	449,139	464,933
负债和所有者权益	1,613,166	1,631,068	1,740,277	1,818,672

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	34972	36747	42286	47863
少数股东权益	3696	3528	4060	4595
折旧摊销	10439	12956	14262	14235
公允价值变动	-563	-563	-563	-563
营运资金变动	-4993	-122242	-14768	-13973
经营活动现金净流量	43552	-69574	45276	52156
投资活动现金净流量	-84388	4452	6183	6582
筹资活动现金净流量	11177	42879	11668	-12069
现金流量净额	-29,660	-22,243	63,126	46,669

资料来源：Wind、华鑫证券研究

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,154,358	1,262,474	1,389,824	1,496,462
营业成本	1,038,544	1,132,392	1,244,391	1,327,875
营业税金及附加	6,579	7,195	7,921	8,529
销售费用	6,328	6,921	7,619	8,979
管理费用	25,061	26,512	30,576	35,915
财务费用	3,183	12,437	12,629	12,457
研发费用	27,742	27,774	30,576	38,908
费用合计	62,314	73,644	81,400	96,259
资产减值损失	-2,674	-2,674	-2,798	-3,695
公允价值变动	-563	-563	-563	-563
投资收益	1,164	1,164	1,164	1,164
营业利润	43,049	45,108	51,853	58,642
加：营业外收入	617	719	719	719
减：营业外支出	1,082	1,082	1,082	1,082
利润总额	42,583	44,745	51,490	58,279
所得税费用	7,611	7,998	9,203	10,417
净利润	34,972	36,747	42,286	47,863
少数股东损益	3,696	3,528	4,060	4,595
归母净利润	31,276	33,220	38,227	43,268

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	7.6%	9.4%	10.1%	7.7%
归母净利润增长率	13.2%	6.2%	15.1%	13.2%
盈利能力				
毛利率	10.0%	10.3%	10.5%	11.3%
四项费用/营收	5.4%	5.8%	5.9%	6.4%
净利率	3.0%	2.9%	3.0%	3.2%
ROE	7.4%	7.6%	8.5%	9.3%
偿债能力				
资产负债率	73.8%	73.3%	74.2%	74.4%
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	9.3	9.3	9.3	9.3
存货周转率	5.0	5.0	5.0	5.0
每股数据(元/股)				
EPS	1.26	1.34	1.54	1.75
P/E	4.6	4.3	3.8	3.3
P/S	0.1	0.1	0.1	0.1
P/B	0.5	0.5	0.4	0.4

■ 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。