

中国铁建 (601186.SH)

优于大市

投资运营业务快速收缩，看好长期现金流改善

核心观点

上半年营业收入同比-4.6%，归母净利润同比-12.8%。2024年上半年公司实现营业收入5161.4亿元，同比-4.6%，实现归母净利润119.0亿元，同比-12.8%。2024年第一/第二季度分别实现营业收入2749/2412亿元，同比+0.5%/-9.8%，分别实现归母净利润60.3/58.8亿元，同比+2.0%/-24.1%。公司一季度收入和利润小幅增长，而二季度受行业景气度影响收入和利润显著下滑。

新签合同额下滑，投资运营类业务快速缩减。2024年上半年公司实现新签合同额11006亿元，同比-19.0%，其中工程承包新签合同额7929亿元，同比-17.5%，投资运营业务新年前合同额574亿元，同比-58.2%。面对行业景气度下行，公司工程业务新签合同额增速下滑，同时，公司主动缩减投资类业务，一季度投资运营新签合同额同比+6.7%，二季度同比大幅缩减88.3%。

毛利率略有提升，受收入下降影响费用率上浮。2024年上半年公司整体毛利率为9.12%，较上年全年下滑1.28个百分点，较上年同期上升0.21个百分点。前两个季度毛利率分别为7.79%/10.64%，较上年同期分别+0.02/+0.57个百分点。2024年上半年公司期间费用为247.7亿元，同比+4.3%，其中管理/销售/研发费用分别同比-2.9%/-10.6%/+3.8%。受收入下降影响，期间费用率为5.45%，较上年同期上升0.80个百分点。

收付款两端均有改善，核心资产周转效率提升。2024上半年末公司应收票据及账款余额1817亿元，较年初增加14.3%，合同资产余额3026亿元，较年初增加3.7%，其中二季度两项科目净增加额仅为9.2/22.2亿元，反映公司现汇项目收入质量边际改善，应收账款与合同资产周转效率企稳。2024上半年末公司应付票据及账款余额5110亿元，较年初减少340亿元，降幅6.3%，付款压力有所降低。

非现金收入比例上升，现金流承压。2024上半年公司经营性现金净流出817亿元，同比多流出624亿元。2024上半年末公司非流动资产较上年末增长7.0%，高于流动资产增速，其中长期应收款/长期股权投资/无形资产增幅分别为9.9%/3.7%/24.8%。公司存量在建的PPP项目陆续落地形成账面资产并产生非现金收入，导致收入的现金含量降低，实际经营性现金流仍然面临压力。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。建筑行业进入存量发展阶段，基建新开工和投资落地均面临较大压力，地方政府化债工作持续推进，公司工程业务回款短期承压。但从长期看，公司作为建筑央企龙头，品牌影响力和融资成本优势突出，未来随着减值压力逐步释放，资本开支持续缩减，现金流有望持续好转。预测公司未来三年归母净利润为238/220/214亿元(前值289/308/336亿元)，每股收益1.75/1.62/1.58元(前值2.13/2.27/2.47元)，对应当前股价PE为4.4/4.7/4.9X，维持“优于大市”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。

公司研究·财报点评

建筑装饰·基础设施建设

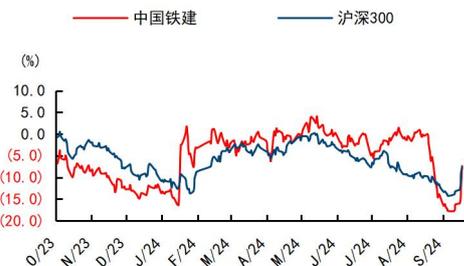
证券分析师：任鹤
010-88005315
renhe@guosen.com.cn
S0980520040006

证券分析师：朱家琪
021-60375435
zhujiaqi@guosen.com.cn
S0980524010001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	7.69元
总市值/流通市值	104427/104427百万元
52周最高价/最低价	9.29/6.72元
近3个月日均成交额	327.85百万元

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)-整体业绩平稳，分红率明显提升》——2024-04-02
- 《中国铁建(601186.SH)-整体业绩平稳，盈利能力小幅改善》——2023-10-31
- 《中国铁建(601186.SH)-业绩平稳，订单新签放缓但在手量仍充足》——2023-09-04
- 《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

盈利预测和财务指标

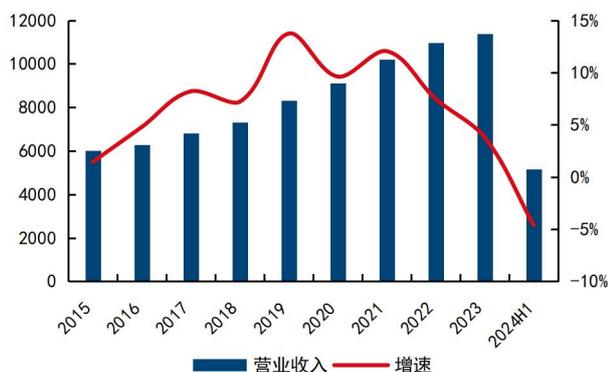
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,096,313	1,137,993	1,077,140	1,044,292	1,028,271
(+/-%)	7.5%	3.8%	-5.3%	-3.0%	-1.5%
归母净利润(百万元)	26642	26097	23777	21999	21441
(+/-%)	7.9%	-2.0%	-8.9%	-7.5%	-2.5%
每股收益(元)	1.96	1.92	1.75	1.62	1.58
EBIT Margin	4.8%	5.0%	4.8%	4.7%	4.6%
净资产收益率 (ROE)	9.2%	8.4%	7.2%	6.3%	5.9%
市盈率 (PE)	3.9	4.0	4.39	4.75	4.9
EV/EBITDA	17.4	17.9	19.6	20.1	20.3
市净率 (PB)	0.36	0.34	0.32	0.30	0.29

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

上半年营业收入同比-4.6%，归母净利润同比-12.8%。2024年上半年公司实现营业收入5161.4亿元，同比-4.6%，实现归母净利润119.0亿元，同比-12.8%。2024年第一/第二季度分别实现营业收入2749/2412亿元，同比+0.5%/-9.8%，分别实现归母净利润60.3/58.8亿元，同比+2.0%/-24.1%。公司一季度收入和利润小幅增长，而二季度受行业景气度影响收入和利润显著下滑。

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

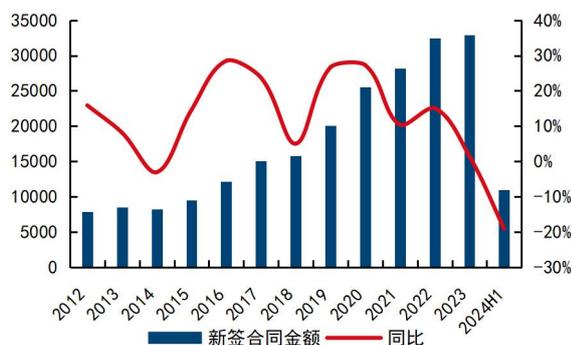
图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元，%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

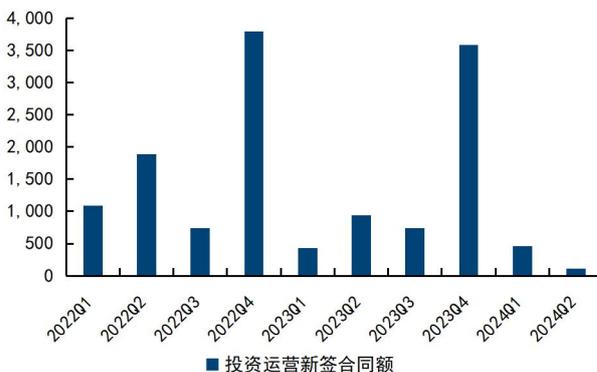
新签合同额下滑，投资运营类业务快速缩减。2024年上半年公司实现新签合同额11006亿元，同比-19.0%，其中工程承包新签合同额7929亿元，同比-17.5%，投资运营业务新年前合同那个574亿元，同比-58.2%。面对行业景气下行，公司工程业务新签合同额增速下滑，同时，公司主动缩减投资类业务，一季度投资运营新签合同额同比+6.7%，二季度同比大幅缩减88.3%。

图3：公司建筑业新签合同额及增速（单位：亿元，%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

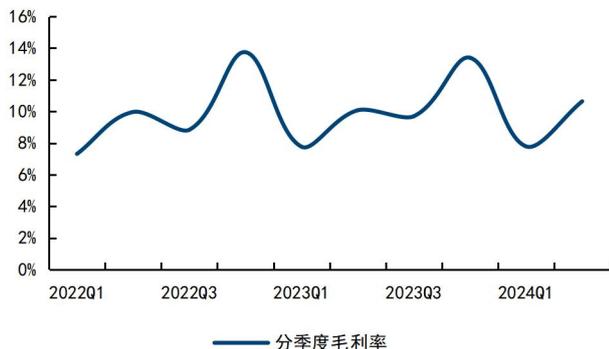
图4：公司投资运营业务新签合同额（单位：亿元）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

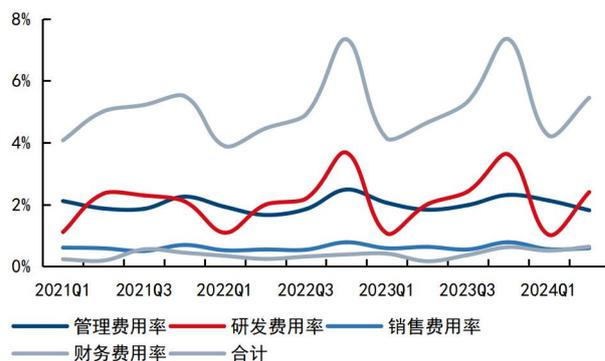
毛利率略有提升，受收入下降影响费用率上浮。2024上半年公司整体毛利率为9.12%，较上年全年下滑1.28个百分点，较上年同期上升0.21个百分点。前两个季度毛利率分别为7.79%/10.64%，较上年同期分别+0.02/+0.57个百分点。2024上半年公司期间费用为247.7亿元，同比+4.3%，其中管理/销售/研发费用分别同比-2.9%/-10.6%/+3.8%。受收入下降影响，期间费用率为5.45%，较上年同期上升0.80个百分点。

图5: 公司单季度毛利率变化 (单位: %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

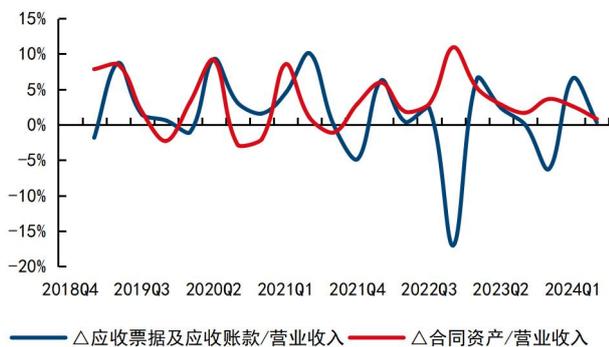
图6: 公司单季度各项费用率变化 (单位: %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

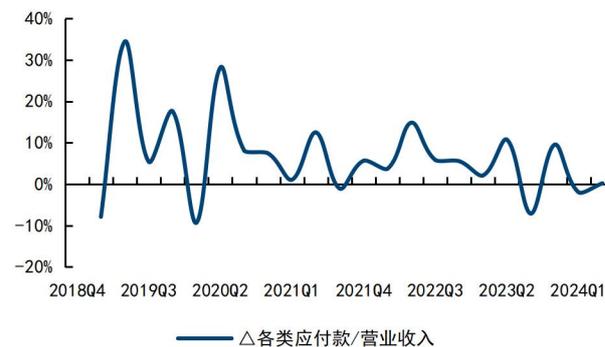
收付款两端均有改善, 核心资产周转效率提升。2024 上半年末公司应收票据及账款余额 1817 亿元, 较年初增加 14.3%, 合同资产余额 3026 亿元, 较年初增加 3.7%, 其中二季度两项科目净增加额仅为 9.2/22.2 亿元, 反映公司现汇项目收入质量边际改善, 应收账款与合同资产周转效率企稳。2024 上半年末公司应付票据及账款余额 5110 亿元, 较年初减少 340 亿元, 降幅 6.3%, 付款压力有所降低。

图7: 公司应收款和合同资产增幅较小 (单位: %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

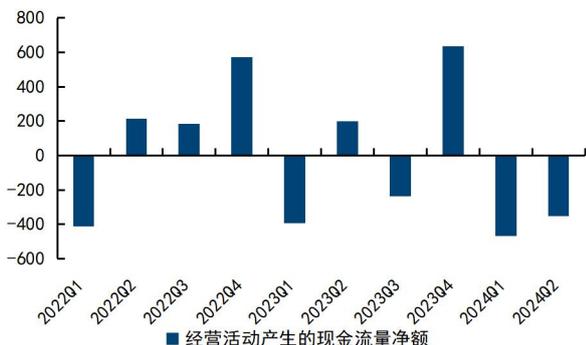
图8: 公司应付账款增幅较小 (单位: %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

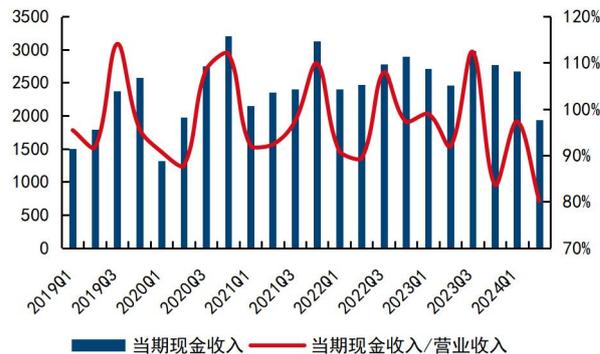
非现金收入比例上升, 现金流承压。2024 上半年公司经营性现金净流出 817 亿元, 同比多流出 624 亿元。2024 上半年末公司非流动资产较上年末增长 7.0%, 高于流动资产增速, 其中长期应收款/长期股权投资/无形资产增幅分别为 9.9%/3.7%/24.8%。公司存量在建的 PPP 项目陆续落地形成账面资产并产生非现金收入, 导致收入的现金含量降低, 实际经营性现金流仍然面临压力。

图9: 公司经营性现金流净额 (单位: 亿元)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图10: 公司现金收入比例下降 (单位: 亿元, %)



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“优于大市”评级。建筑行业进入存量发展阶段, 基建新开工和投资落地均面临较大压力, 地方政府化债工作持续推进, 公司工程业务回款短期承压。但从长期看, 公司作为建筑央企龙头, 品牌影响力和融资成本优势突出, 未来随着减值压力逐步释放, 资本开支持续缩减, 现金流有望持续好转。预测公司未来三年归母净利润为 238/220/214 亿元 (前值 289/308/336 亿元), 每股收益 1.75/1.62/1.58 元 (前值 2.13/2.27/2.47 元), 对应当前股价 PE 为 4.4/4.7/4.9X, 维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值

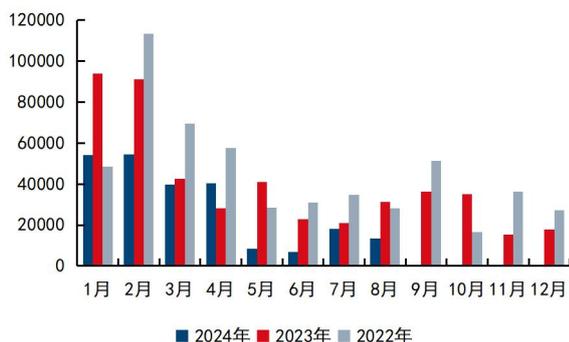
公司简称	收盘价	市值 (亿元)	EPS		PE	
			2024E	2025E	2024E	2025E
中国建筑	5.46	2272	1.34	1.44	4.1	3.8
中国中铁	5.64	1293	1.36	1.31	4.1	4.3
中国交建	8.14	1143	1.40	1.51	5.8	5.4
中国铁建	7.69	975	1.75	1.62	4.4	4.7

资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

关键假设及关键指标预测调整：

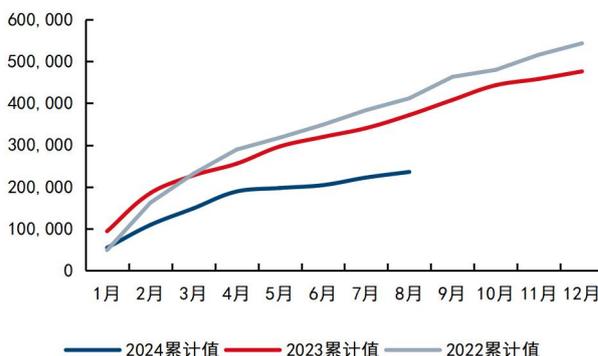
下调营业收入增速预测。根据 Mysteel 统计数据，2024 年 1-8 月，全国各地新开工项目投资额共计 23.6 万亿元，同比-36.6%。受地方政府化债、专项债项目紧缺、国债拉动规模有限等因素影响，当前公司下游基建建设需求大幅低于预期，导致公司在国内市场的新签合同额出现显著下滑，预计将对未来的营业收入增速产生重要影响。同时公司积极调整经营策略，更加注重回款周而非收入规模增长，因此下调公司未来营业收入增速，预期公司未来三年营业收入增速分别为 -5.3%/-3.0%/-1.5%（前值 6.5%/6.6%/5.7%）。

图11：2022-2024 年月度全国开工项目投资额（单位：亿元）



资料来源：Mysteel，国信证券经济研究所整理

图12：2022-2024 年年内累计项目开工投资额（单位：亿元）



资料来源：Mysteel，国信证券经济研究所整理

上调毛利率预测。2024 上半年公司整体毛利率为 9.12%，较上年同期上升 0.21 个百分点，二季度收入下滑 9.8%，同时毛利率较上年同期提升 0.57 个百分点，反映公司积极调整经营策略，优化工程订单质量，牺牲一定的规模增长以换取盈利能力提升，我们预计该趋势将在未来几年得以延续，预测 2024-2026 年公司毛利率为 10.6%/10.8%/11.0%（前值 9.8%/10.0%/10.1%）。

上调管理和研发费用率预测。2024 上半年公司期间费用为 247.7 亿元，同比+4.3%，其中管理/销售/研发费用分别同比-2.9%/-10.6%/+3.8%。受收入下降影响，期间费用率为 5.45%，较上年同期上升 0.80 个百分点。费用率压降幅度低于此前预期，由于员工薪酬是管理和销售费用的主要组成部分，这部分支出具有相对刚性，在营业收入增速下滑的情况下，管理和研发费用率将有所上升，预测 2024-2026 年管理费用率 2.1%/2.2%/2.3%（前值 1.6%/1.6%/1.5%），研发费用率 2.6%/2.7%/2.8%（前值 2.1%/2.2%/2.2%）。

表2：关键指标预测修正

	2021	2022	2023	2024E	此前预测值	2025E	此前预测值	2026E	此前预测值
营业收入增速	12.0%	7.5%	3.8%	-5.3%	6.5%	-3.0%	6.6%	-1.5%	5.7%
毛利率	9.6%	10.1%	10.4%	10.6%	9.8%	10.8%	10.0%	11.0%	10.1%
销售费用率	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%	0.6%	0.7%	0.6%
管理费用率	1.9%	1.9%	1.9%	2.1%	1.6%	2.2%	1.6%	2.3%	1.5%
研发费用率	2.0%	2.3%	2.3%	2.6%	2.1%	2.7%	2.2%	2.8%	2.2%
净利率	2.4%	2.4%	2.3%	2.2%	2.4%	2.1%	2.4%	2.1%	2.5%

资料来源：国信证券经济研究所预测

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	158425	166958	158030	153211	150860	营业收入	1096313	1137993	1077140	1044292	1028271
应收款项	153047	161762	147553	140193	135225	营业成本	985748	1019683	962964	931509	915161
存货净额	299819	307643	290850	281001	275754	营业税金及附加	4173	4297	4297	4297	4297
其他流动资产	49813	56363	49954	49201	49021	销售费用	6642	7378	6640	6972	7321
流动资产合计	1010052	1064753	1033912	1004423	987844	管理费用	21873	23466	23759	24214	24910
固定资产	73679	79080	82040	78490	72182	研发费用	25004	26725	27527	28353	29204
无形资产及其他	62531	69736	110984	145896	175421	财务费用	3578	4661	4120	4904	5317
投资性房地产	60978	66357	66357	66357	66357	投资收益	(4666)	(4230)	(4004)	(3882)	(3822)
长期股权投资	127985	149278	167378	182762	195838	资产减值及公允价值变动	(463)	(644)	0	0	0
资产总计	1523951	1663020	1681982	1692490	1708913	其他收入	(31768)	(35041)	(35980)	(35784)	(35541)
短期借款及交易性金融负债	96895	136308	157872	152289	140987	营业利润	37402	38594	35377	32731	31901
应付款项	515176	545028	517884	502362	494465	营业外净收支	423	234	0	0	0
其他流动负债	57918	60461	57263	55428	54487	利润总额	37824	38828	35377	32731	31901
流动负债合计	934638	998052	974254	943764	920006	所得税费用	6072	6499	5922	5479	5340
长期借款及应付债券	161512	196653	206251	215850	225448	少数股东损益	5111	6232	5678	5253	5120
其他长期负债	41786	51194	60793	70391	79990	归属于母公司净利润	26642	26097	23777	21999	21441
长期负债合计	203298	247847	267044	286241	305438	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	1137935	1245900	1241298	1230005	1225444	净利润	26642	26097	23777	21999	21441
少数股东权益	95532	107282	111825	116027	120072	资产减值准备	1461	410	(3461)	0	0
股东权益	290484	309838	328859	346458	363397	折旧摊销	18385	19084	16706	17473	18292
负债和股东权益总计	1523951	1663020	1681982	1692490	1708913	公允价值变动损失	463	644	0	0	0
						财务费用	3578	4661	4120	4904	5317
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(7695)	(62146)	(4809)	16110	14663
每股收益	1.96	1.92	1.75	1.62	1.58	其它	2700	4580	8003	4202	4045
每股红利	0.36	0.38	0.35	0.32	0.33	经营活动现金流	41955	(11331)	40216	59784	58441
每股净资产	21.39	22.82	24.22	25.51	26.76	资本开支	0	(40328)	(57452)	(48834)	(41509)
ROIC	16%	18%	16%	13%	12%	其它投资现金流	(501)	(668)	0	0	0
ROE	9%	8%	7%	6%	6%	投资活动现金流	(30323)	(62290)	(75551)	(64219)	(54586)
毛利率	10%	10%	11%	11%	11%	权益性融资	390	15085	0	0	0
EBIT Margin	5%	5%	5%	5%	5%	负债净变化	18371	32206	9598	9598	9598
EBITDA Margin	6%	7%	6%	6%	6%	支付股利、利息	(4950)	(5198)	(4755)	(4400)	(4503)
收入增长	7%	4%	-5%	-3%	-2%	其它融资现金流	(7260)	13052	21564	(5584)	(11302)
净利润增长率	8%	-2%	-9%	-7%	-3%	融资活动现金流	19971	82154	26407	(385)	(6206)
资产负债率	81%	81%	80%	80%	79%	现金净变动	31604	8533	(8928)	(4819)	(2351)
股息率	4.7%	5.0%	4.6%	4.2%	4.3%	货币资金的期初余额	126821	158425	166958	158030	153211
P/E	3.9	4.0	4.39	4.75	4.87	货币资金的期末余额	158425	166958	158030	153211	150860
P/B	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	企业自由现金流	55075	(36395)	(2298)	25503	30894
EV/EBITDA	17.4	17.9	19.6	20.1	20.3	权益自由现金流	66186	8863	25434	25435	24763

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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