

中国中铁（601390）深度研究

大基建龙头，主业受益化债+第二曲线价值重估

2024年10月21日

【投资要点】

- ◆ **中国中铁：铁路基建排头兵，市场份额稳定提升，多元化布局形成。** 公司是我国铁路建设领军企业，通过近年来横向及纵向拓展，2015-2023年，公司市占率由5.2%提升至8.7%，综合竞争力进一步彰显，且目前公司业务范围已涵盖工程施工、装备制造、矿山资源开发、地产开发等多个领域，形成了多元化的布局。
- ◆ **财政宽松+限购放松，地产及基建需求有望修复，央企重点受益。** 10月12日，国务院新闻办公会中，财政部部长蓝佛安表示将“加大财政政策逆周期调节力度、推动经济高质量发展”有关情况。会议表态近期陆续推出一揽子有针对性的增量政策举措，主要包括：1) 加力支持地方化解政府债务风险，较大规模增加债务额度，支持地方化解隐性债务，地方可以腾出更多精力和财力空间来促发展、保民生；2) 发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本；3) 叠加运用地方政府专项债券、专项资金、税收政策等工具，支持推动房地产市场止跌回稳；4) 加大对重点群体的支持保障力度。参考过往历史，每个五年计划最后两年通常为铁路、高速公路施工高峰，而以城市轨道交通项目为代表的市政类项目储备仍然充足，因此判断财政政策宽松后，随着基建资金到位情况将有所改善，以公司为代表的头部基建央企核心受益。
- ◆ **主业受益化债+政策放松，第二曲线稳健发展带动价值重估。** 经营层面，根据我们对于公司重大项目中标公告的共计，2024年公司公告中涉及化债省份的中标项目约占公告重大项目的20.7%，判断公司整体在化债省份的业务敞口占比与上述数字相仿。此外，根据公司年报附注披露，2023年公司应收账款当中约60%来自于地方政府，而根据年报附注披露数据测算，2023年，公司应收账款减值比例为2.9%，在历史上看处于较高水平，因此我们认为财政宽松，化债支持力度加大将从：1) 改善实物工作量及结转速度，2) 降低公司潜在减值风险两个角度改善公司整体业绩。除基建主业外，公司设备制造业务以及资源开发业务景气度同样有望改善，进一步增厚公司整体业绩弹性。估值层面，目前公司PE估值在八大建筑央企中处于较低位置，反映了市场对于公司现金流和发展前景的担忧。我们认为随着地方政府财政状况好转，公司现金流有望同步改善，压制公司估值的因素有望逐渐消退，而2023年子公司中铁资源（业务以矿业资源为主）已贡献50亿元以上利润，成为公司增长新的一级，未来矿山、装备制造等业务均有望进一步带动公司价值重估。因此，我们认为公司是央企建筑公司中兼具确定性和弹性的标的。

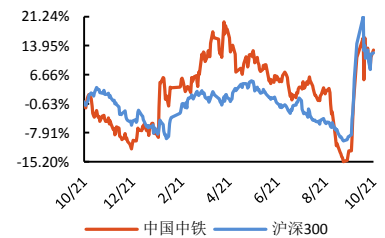
东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

增持（首次）**东方财富证券研究所**

证券分析师：王翩翩

证书编号：S1160524060001

相对指数表现**基本数据**

| | |
|--------------|-----------|
| 总市值（百万元） | 165334.21 |
| 流通市值（百万元） | 136401.93 |
| 52周最高/最低（元） | 7.38/4.95 |
| 52周最高/最低（PE） | 5.43/3.94 |
| 52周最高/最低（PB） | 0.64/0.44 |
| 52周涨幅（%） | 12.90 |
| 52周换手率（%） | 128.41 |

相关研究

《Q2 业绩阶段性承压，央企韧性更优，看好 H2 实物工作量及估值恢复》

2024.09.06

【投资建议】

- ◆ 预计 2024-2026 年，公司归母净利润分别为 326.62/335.82/359.10 亿元，同比分别 -2.45%/+2.81%/+6.93%，对应目前市值 4.95/4.81/4.50x PE。给予公司“增持”评级。

盈利预测

| 项目\年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入（亿元） | 12634.75 | 12096.89 | 12909.57 | 13610.41 |
| 增长率(%) | 9.45% | -4.26% | 6.72% | 5.43% |
| EBITDA（亿元） | 657.57 | 648.73 | 686.72 | 734.23 |
| 归属母公司净利润（亿元） | 334.83 | 326.62 | 335.82 | 359.10 |
| 增长率(%) | 7.07% | -2.45% | 2.81% | 6.93% |
| EPS（元/股） | 1.29 | 1.32 | 1.36 | 1.45 |
| 市盈率（P/E） | 4.39 | 4.95 | 4.81 | 4.50 |
| 市净率（P/B） | 0.42 | 0.46 | 0.42 | 0.39 |
| EV/EBITDA | 4.98 | 6.13 | 5.80 | 5.41 |

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 地产需求不及预期。
- ◆ 基建需求不及预期。
- ◆ 毛利率不及预期。

【关键假设】

我们的盈利预测基于如下假设：

基建施工业务：考虑到财政政策宽松后，基建实物工作量预计回升，结转有所加快，预计 2024 年公司基建施工业务收入同比-3%，降幅较 2024H1 有所缩窄。预计 2025-2026 年，基建需求将有所恢复，而由于公司对于水利水电、清洁能源等新行业的拓展，公司市占率有望继续保持提升，因此预计 2025-2026 年，公司基建施工业务收入同比上升 7%/5.5%。预计 2024 年板块毛利率同比小幅上升，趋势与 2024H1 整体保持一致，随后 2025-2026 年毛利率保持平稳。

地产开发业务：由于 2024 年全年地产需求承压，预计 2024 年公司地产开发业务全年收入-30%，降幅整体与 H1 保持一致。出于谨慎角度考虑，预计 2025-2026 年板块收入相较于 2024 年保持平稳。毛利率方面，预计 2024 年板块毛利率小幅下降（与 2024H1 趋势相仿），随后 2025-2026 年，由于地产需求回暖，毛利率同比小幅回升。

设备制造业务：由于财政宽松，预计 2024Q4 起建设类需求有一定改善，因此预计 2024 年板块收入同比-5%，降幅较 2024H1 有所收窄。随后 2025-2026 年，由于水利水电建设加速，板块收入年增速 10-15%。预计 2024 年，受行业需求影响，板块毛利率有所下降，而 2025 年，行业需求恢复有望对价格产生有利影响，同时规模效应提升，因此板块毛利率逐渐回升。

【潜在催化】

- 1) 地产政策继续放松，或者地产基本面边际明显改善；
- 2) 基建景气度改善；
- 3) 公司回款明显改善；
- 4) 金属价格或者设备制造行业景气度明显上升；

正文目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 1. 基建领军企业，布局多元化战略 | 6 |
| 1.1. 历史沿革及公司概况 | 6 |
| 1.2. 经营数据概述：增长稳健，2023 年整体盈利能力提升 | 8 |
| 2. 化债力度加大基建受益，地产压力有望缓解 | 10 |
| 2.1. 国新办会议奠定基调，化债支持力度预计提升 | 10 |
| 2.2. 头部央国企市占率有望保持提升 | 12 |
| 2.3. 地产压力有望缓解 | 13 |
| 3. 中国中铁：主业受益化债+政策放松，第二曲线稳健发展 | 14 |
| 3.1. 地方化债支持力度加大，基建排头兵核心受益 | 14 |
| 3.2. 矿山资源业务景气度有望提高 | 17 |
| 3.3. 盾构设备预计将受益于水利水电高景气 | 18 |
| 4. 盈利预测及评级 | 19 |
| 4.1. 盈利预测 | 19 |
| 4.2. 估值分析 | 20 |
| 4.3. 投资建议 | 21 |
| 5. 风险提示 | 22 |

图表目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 图表 1：公司发展历程大事纪 | 6 |
| 图表 2：公司重点子公司（2023） | 6 |
| 图表 3：公司分板块收入 | 7 |
| 图表 4：公司股权结构（2024H1） | 7 |
| 图表 5：公司股权激励 | 8 |
| 图表 6：公司收入及增速 | 8 |
| 图表 7：公司归母净利润及增速 | 8 |
| 图表 8：公司新签订单及增速 | 8 |
| 图表 9：公司整体毛利率 | 9 |
| 图表 10：公司分板块毛利率 | 9 |
| 图表 11：2024 年重点基建政策梳理 | 10 |
| 图表 12：新增地方政府专项债限额（亿元） | 11 |
| 图表 13：中央预算内投资（亿元） | 11 |
| 图表 14：新增专项债发行 | 11 |
| 图表 15：五年计划最后两年铁路新增里程较高 | 11 |
| 图表 16：2015、2020 年高速公路新增里程较高 | 11 |
| 图表 17：在建城轨可研批复累计投资额 | 12 |
| 图表 18：八大央企与建筑业新签合同总额（万亿）及央企所占份额 | 13 |
| 图表 19：重点城市放松地产限购政策 | 13 |
| 图表 20：新开工及竣工增速 | 13 |
| 图表 21：地产待售面积 | 13 |
| 图表 22：地产竣工预测 | 14 |
| 图表 23：2023 年公司工程建设分板块新签订单 | 15 |
| 图表 24：公司市场份额 | 15 |
| 图表 25：公司 2024 年公告中涉及化债省份项目 | 15 |
| 图表 26：2023 年公司应收账款按照来源分类 | 16 |
| 图表 27：公司历年减值情况测算 | 16 |
| 图表 28：2023 年公司新兴业务订单增长 | 17 |

| | |
|------------------------------|----|
| 图表 29：公司新兴业务订单分类 2023..... | 17 |
| 图表 30：LME 铜价..... | 17 |
| 图表 31：公司矿山资源储备（2024H1）..... | 18 |
| 图表 32：全断面隧道掘进机产量及增速..... | 19 |
| 图表 33：全断面隧道掘进机销售额..... | 19 |
| 图表 34：主要生产企业掘进机产量..... | 19 |
| 图表 35：2022 年全断面掘进机市场份额..... | 19 |
| 图表 36：公司盈利预测重点假设（单位：亿元）..... | 20 |
| 图表 37：公司 PE (TTM) 估值..... | 21 |
| 图表 38：公司 PB 估值..... | 21 |
| 图表 39：八大建筑央企估值对比..... | 21 |

1. 基建领军企业，布局多元化战略

1.1. 历史沿革及公司概况

铁路基建排头兵，国之重器。中国中铁前身是上世纪五十年代成立的铁道部基本建设总局，从性质上讲是铁道部管理的一个行政部门。1989年7月1日，铁道部撤销基本建设总局，正式成立中国铁路工程总公司。2006年11月，中国铁路工程总公司成为国务院国资委董事会试点中央企业，建立了规范的法人治理结构，完成了对总部的公司制改造，建立了现代企业制度；2007年9月，中国铁路工程总公司独家发起成立了中国中铁股份有限公司。中国中铁股份有限公司承继了总公司的主营业务、企业资质和主要资产，成为实质上对内和对外承担管理责任的主体。2007年12月，中国中铁在沪港两地成功整体上市。2017年6月，中国中铁召开股东大会，以95%的赞成票高票通过了党建工作纳入公司章程的章程修正案，加强和完善了党对国有企业的领导。截止到2023年，公司位列《财富》世界500强第39位，《财富》中国上市公司500强第4位；位列《工程新闻纪录ENR》最大250家全球承包商第2位，是我国基建（特别是铁路）领域排头兵。

图表 1：公司发展历程大事纪

| 年份 | 事件 |
|------|--|
| 1989 | 1989年7月1日，铁道部撤销基本建设总局，正式成立中国铁路工程总公司 |
| 2006 | 2006年11月，中国铁路工程总公司成为国务院国资委董事会试点中央企业，建立了规范的法人治理结构 |
| 2007 | 2007年9月，中国铁路工程总公司独家发起成立了中国中铁股份有限公司。 |
| 2007 | 2007年12月，中国中铁在沪港两地成功整体上市 |
| 2017 | 2017年6月，中国中铁召开股东大会，以95%的赞成票高票通过了党建工作纳入公司章程的章程修正案，加强和完善了党对国有企业的领导 |

资料来源：公司官网，公司年报，东方财富证券研究所

“纵向一体化”战略逐渐推进，形成多元化布局。公司借助优异的基建施工基础，延伸产业链条，扩展增值服务，目前已涉及基础设施建设、勘察设计咨询、工业设备与零部件制造、房地产开发、矿产资源等业务，形成了多元化的布局。根据公司年报披露，2023年公司基建施工主业占公司收入比重为86%，毛利占公司总体的76%，其余业务收入/毛利占比分别为14%/24%。

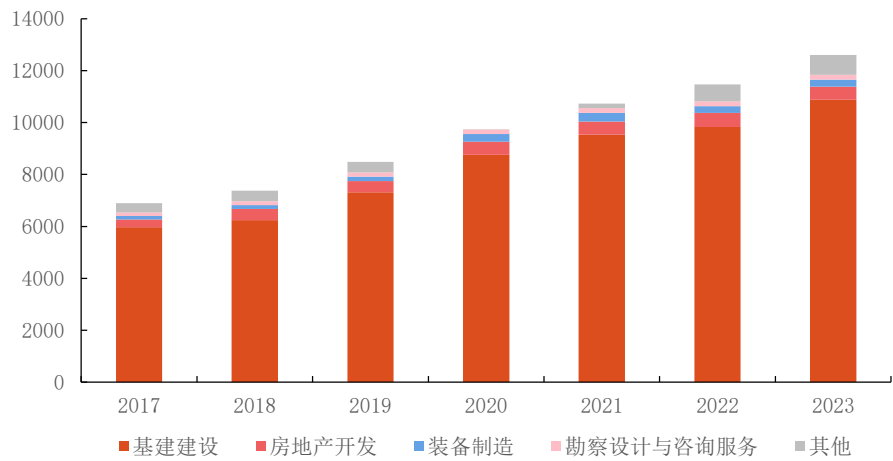
图表 2：公司重点子公司（2023）

| 参控公司 | 主营业务 | 营业收入(亿元) | 净利润(亿元) |
|------------|---------------------|----------|---------|
| 中铁四局集团有限公司 | 铁路、公路、市政 | 1335.8 | 28.8 |
| 中铁一局集团有限公司 | 铁路、公路、市政 | 1269.1 | 24.1 |
| 中铁建工集团有限公司 | 铁路、公路、市政、民用工程、房地产开发 | 1009.1 | 9.0 |
| 中铁三局集团有限公司 | 铁路、公路、市政 | 762.3 | 18.5 |
| 中铁五局集团有限公司 | 铁路、公路、市政 | 756.7 | 6.5 |

| | | | |
|---------------|----------|-------|------|
| 中铁二局集团有限公司 | 铁路、公路、市政 | 690.3 | 2.8 |
| 中铁十局集团有限公司 | 铁路、公路、市政 | 684.1 | 11.2 |
| 中铁七局集团有限公司 | 铁路、公路、市政 | 651.4 | 11.0 |
| 中铁隧道局集团有限公司 | 铁路、公路、市政 | 626.1 | 6.2 |
| 中铁上海工程局集团有限公司 | 铁路、公路、市政 | 552.4 | 2.7 |
| 中铁大桥局集团有限公司 | 铁路、公路、市政 | 543.9 | 6.4 |
| 中铁电气化局集团有限公司 | 铁路、公路、市政 | 482.8 | 18.3 |
| 中铁高新工业股份有限公司 | 工业制造 | 300.7 | 17.6 |
| 中铁九局集团有限公司 | 铁路、公路、市政 | 237.4 | 1.0 |
| 中铁资源集团有限公司 | 矿产资源开发 | | 51.9 |

资料来源：Choice 公司数据，东方财富证券研究所

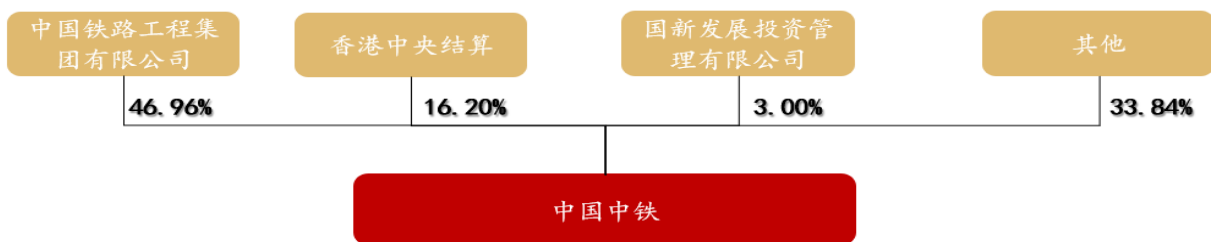
图表 3：公司分板块收入



资料来源：Choice 公司数据，东方财富证券研究所

实控人为国资委，股权结构较为集中。公司实控人为国资委。截止到 2024 年中报，中国铁路工程集团有限公司持有公司 46.96% 的股份，为公司第一大股东。香港中央结算公司持有公司 16.2% 股份，国新发展投资管理有限公司经过 2023Q4 及 2024Q1 增持后，持有公司 3% 股份，为公司第三大股东。2021 年，公司公告股权激励计划，体现管理层对于公司发展信心。

图表 4：公司股权结构（2024H1）



资料来源：Choice 公司数据，东方财富证券研究所

图表 5：公司股权激励

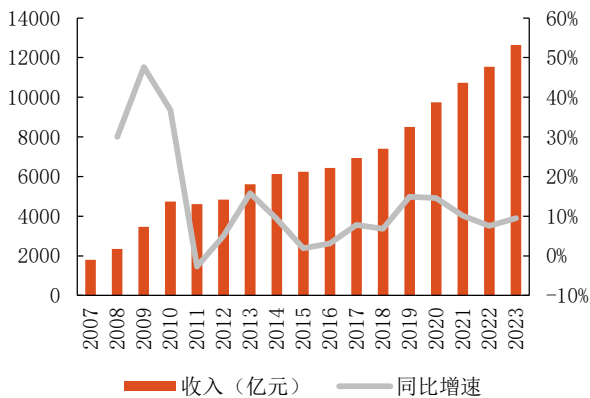
| 解除限售期 | 业绩考核目标 |
|----------|---|
| 第一个解除限售期 | (1) 2022 年度扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率不低于 10.50%，且不低于同行业平均业绩水平或对标企业 75 分位值水平；(2) 以 2020 年为基准，2022 年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润复合增长率不低于 12%，且不低于同行业平均业绩水平或对标企业 75 分位值水平；(3) 2022 年度完成国务院国资委经济增加值（EVA）考核目标。 |
| 第二个解除限售期 | (1) 2023 年度扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率不低于 11.00%，且不低于同行业平均业绩水平或对标企业 75 分位值水平；(2) 以 2020 年为基准，2023 年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润复合增长率不低于 12%，且不低于同行业平均业绩水平或对标企业 75 分位值水平；(3) 2023 年度完成国务院国资委经济增加值（EVA）考核目标。 |
| 第三个解除限售期 | (1) 2024 年度扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率不低于 11.50%，且不低于同行业平均业绩水平或对标企业 75 分位值水平；(2) 以 2020 年为基准，2024 年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润复合增长率不低于 12%，且不低于同行业平均业绩水平或对标企业 75 分位值水平；(3) 2024 年度完成国务院国资委经济增加值（EVA）考核目标。 |

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

1.2. 经营数据概述：增长稳健，2023 年整体盈利能力提升

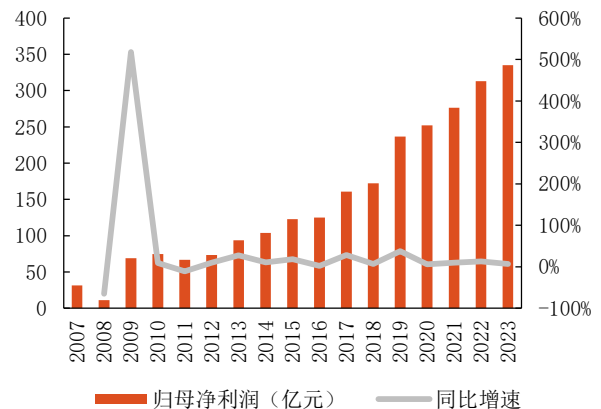
公司整体保持稳健增长。上市以来，公司把握基建发展机遇，通过扩大市场份额以及纵向拓展房建、地产开发等领域业务，实现业绩稳健增长。2007-2023 年，公司新签合同金额由 2485 亿元上升至 31006 亿元，对应 CAGR17.1%；收入由 1805 亿元上升至 12635 亿元，对应 CAGR12.9%；归母净利润由 31.6 亿元上升至 334.8 亿元，对应 CAGR15.9%。

图表 6：公司收入及增速



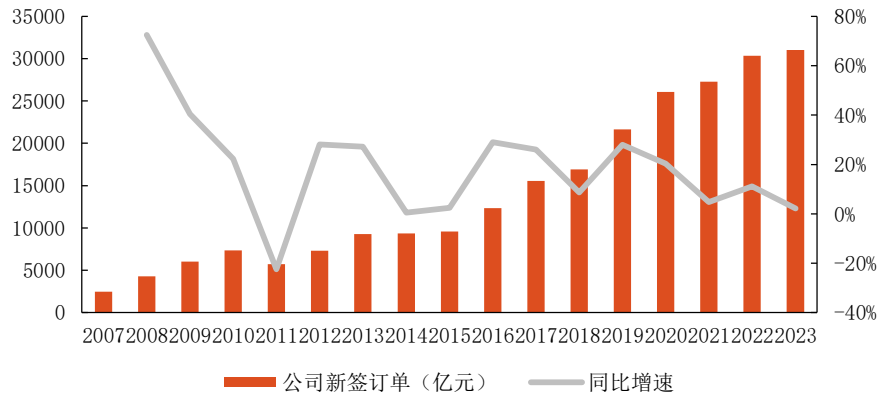
资料来源：Choice 公司数据，东方财富证券研究所

图表 7：公司归母净利润及增速



资料来源：Choice 公司数据，东方财富证券研究所

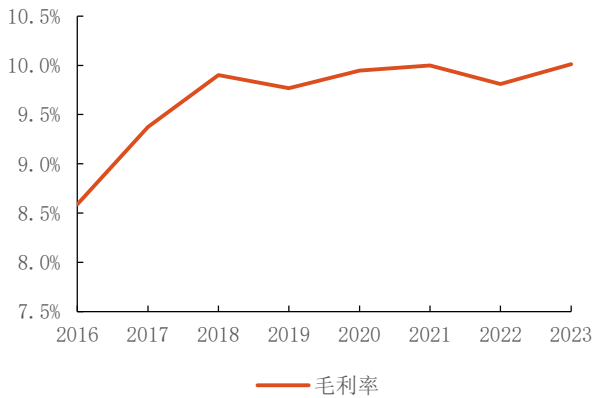
图表 8：公司新签订单及增速



资料来源：Choice 宏观数据，东方财富证券研究所

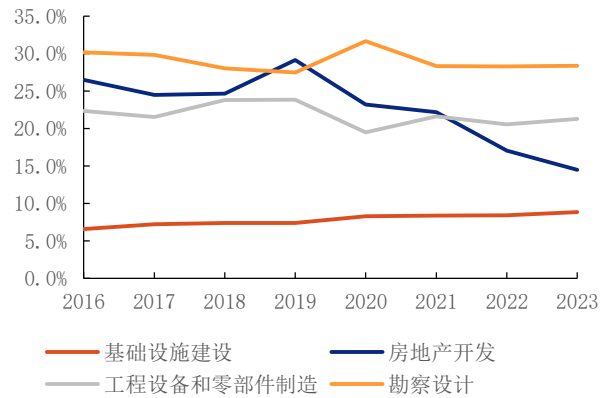
2023年盈利能力整体保持提升趋势。2023年，公司实现综合毛利率10.01%，同比2022年上升0.2个pct，毛利率创2016年以来的新高（相比于2016年的8.59%累计提升1.42个百分点，平均一年提升0.2个百分点左右），体现公司2023年整体保持量质双升的发展，也是公司2023年业绩稳健增长的保证。分板块来看，基础设施建设、设计咨询、装备制造、地产开发毛利率8.86%/28.36%/21.26%/14.51%，同比分别变动0.44pct/0.06pct/0.7pct/-2.56pct，除地产开发板块外收到行业景气度影响外，其余板块毛利率同比均保持平稳增长，体现公司内部管理及经营效率的提升。

图表 9：公司整体毛利率



资料来源：Choice公司数据，东方财富证券研究所

图表 10：公司分板块毛利率



资料来源：Choice公司数据，东方财富证券研究所

我们认为随着国家表态将采取多种有利手段支持地方政府化债，基建资金到位情况整体预计有所改观，公司作为我国基建行业领军企业有望核心受益，同时地产需求有望回暖，公司房建及地产开发业务压力同样有望缓解。此外，在美联储降息周期下，金属价格有望上涨，装备业务也将受益于水利水电高景气，上述新兴业务有望进一步贡献增量。

2. 化债力度加大基建受益，地产压力有望缓解

2.1. 国新办会议奠定基调，化债支持力度预计提升

国新办会议表态加大财政政策力度，基建需求或企稳回升。10月12日，国务院新闻办公室举行新闻发布会，财政部部长蓝佛安介绍“加大财政政策逆周期调节力度、推动经济高质量发展”有关情况，并回答问题。会议表态近期陆续推出一揽子有针对性的增量政策举措，主要包括：1) 加力支持地方化解政府债务风险，较大规模增加债务额度，支持地方化解隐性债务，地方可以腾出更多精力和财力空间来促发展、保民生；2) 发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本；3) 叠加运用地方政府专项债券、专项资金、税收政策等工具，支持推动房地产市场止跌回稳；4) 加大对重点群体的支持保障力度。我们认为此次中央表态一次性增加较大规模化债，并且表态财政将支持地产，是进一步扩张财政的有力信号，基建市场有望复苏。

图表 11：2024 年重点基建政策梳理

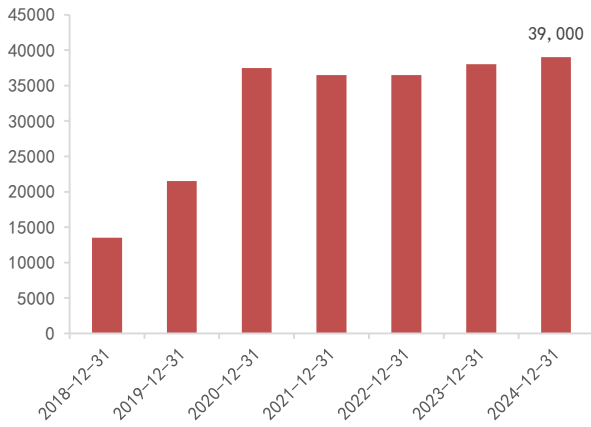
| 时间 | 来源 | 内容 |
|-----------------|------------------------|--|
| 2024 年 4 月 30 日 | 中共中央政治局会议 | <ul style="list-style-type: none"> 要靠前发力有效落实已经确定的宏观政策，实施好积极的财政政策和稳健的货币政策。要及早发行并用好超长期特别国债，加快专项债发行使用进度，保持必要的财政支出强度，确保基层“三保”按时足额支出 |
| 2024 年 | 《政府工作报告》 | <ul style="list-style-type: none"> 拟安排地方政府专项债券 3.9 万亿元、比上年增加 1000 亿元 发行 10000 亿元超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设 中央预算内投资安排 7000 亿元，比上年增加 200 亿元，优化结构、提高效能 2024 年经济增长预期目标设定为 5% 左右，强调“坚持稳中求进、以进促稳、先立后破”的工作原则 |
| 2024 年 5 月 10 日 | 《2024 年第一季度中国货币政策执行报告》 | <ul style="list-style-type: none"> 一季度 GDP 同比增长 5.3% 融资总量稳定增长，信贷结构持续优化，融资成本稳中有降：3 月末社会融资规模存量、M2 同比分别增长 8.7% 和 8.3%，新发放企业贷款加权平均利率为 3.73%，同比低 0.22pct，一季度新增贷款 9.5 万亿元 下一阶段，要保持货币政策的稳健性，增强宏观政策取向一致性，强化逆周期和跨周期调节，加大对实体经济支持力度 加力支持地方化解政府债务风险，较大规模增加债务额度，支持地方化解隐性债务，地方可以腾出更多精力和财力空间来促发展、保民生 |
| 2024 年 10 月 | 国务院新闻办公会 | <ul style="list-style-type: none"> 发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本 叠加运用地方政府专项债券、专项资金、税收政策等工具，支持推动房地产市场止跌回稳 加大对重点群体的支持保障力度 |

资料来源：中国政府网、“PPP”观察公众号、中国人民银行官网，东方财富证券研究所

Q4 专项债有望加速转化为实物工作量。根据 choice 数据，2024 年前 8 月，我国发行新增地方政府专项债券 2.58 万亿元，同比减少 5180 亿元，而根据 10 月 12 日新闻发布会内容，1-9 月我国发行新增专项债 3.6 万亿元，累计已超过

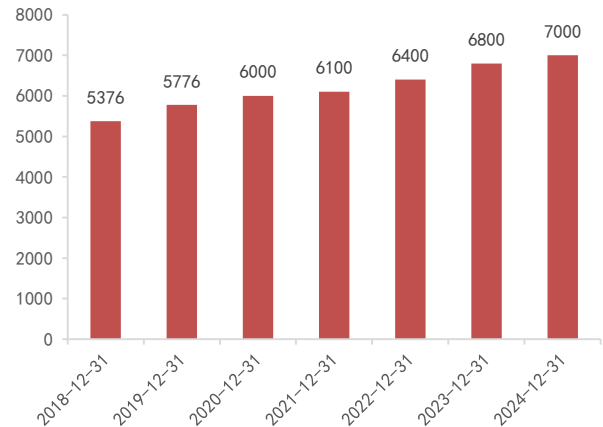
2023 年同期，体现 9 月专项债发行加速，且后三个月各地共有 2.3 万亿元专项债券资金可以安排使用。我们判断随着 9 月以来专项债加速发行，Q4 基建实物工作量有望恢复。

图表 12：新增地方政府专项债限额（亿元）



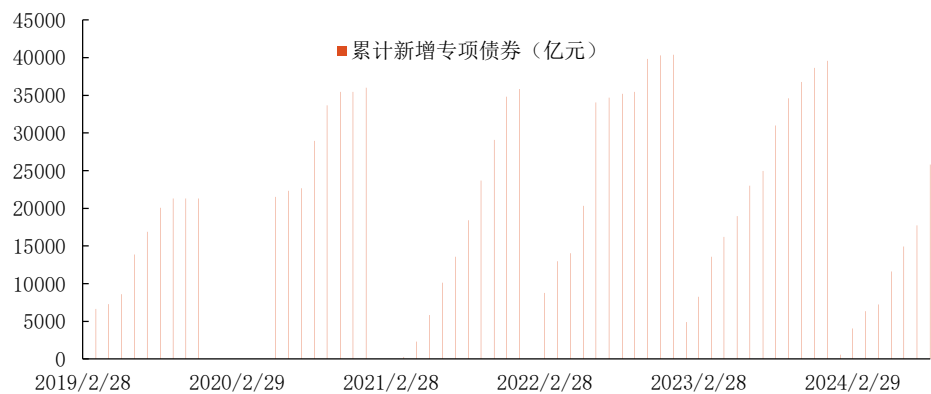
资料来源：Choice 中国宏观经济数据库，东方财富证券研究所

图表 13：中央预算内投资（亿元）



资料来源：新华网，东方财富证券研究所

图表 14：新增专项债发行

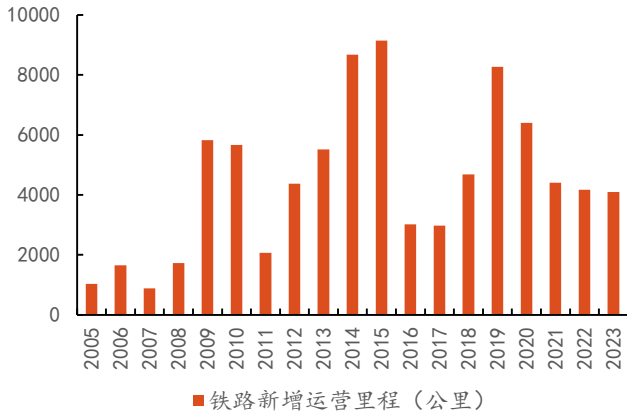


资料来源：Choice 宏观经济数据库，东方财富证券研究所

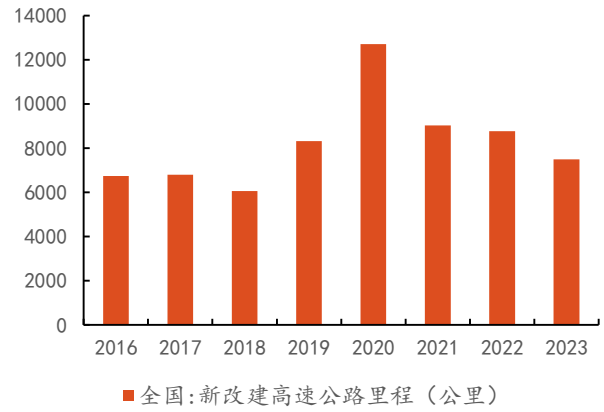
2024-2025 年铁路建设有望保持较高强度。根据我们对于历史情况的梳理，每个五年计划的最后两年通常是基建建设的高峰期。以铁路为例，2009-2010 年每年投运里程 5500-6000 公里，2014-2015 年分别投运 8676/9149 公里，2019/2020 年则分别投运 8275/6404 公里，均显著高于五年计划中的其余年份，而高速公路整体也符合上述趋势。近年来，国家多次强调建设综合交通系统和能源体系，而今年以来，铁路、水利投资保持高增速，我们判断 2024-2025 年，过往经验有望复刻，整体交通和能源建设仍将保持高景气度。

图表 15：五年计划最后两年铁路新增里程较高

图表 16：2015、2020 年高速公路新增里程较高



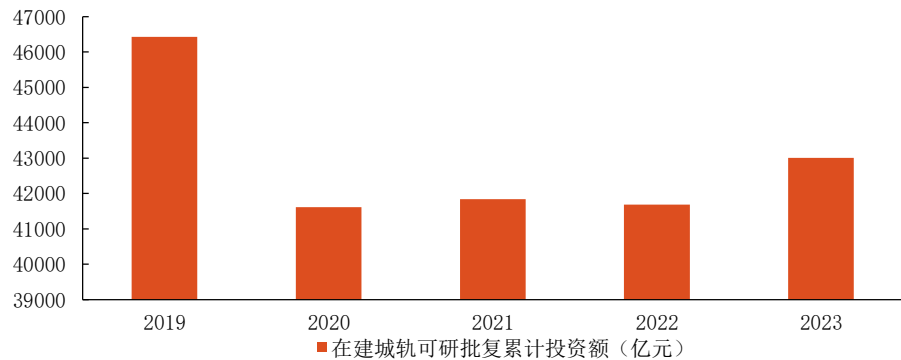
资料来源: Choice中国宏观数据库, 东方财富证券研究所



资料来源: Choice中国宏观数据库, 东方财富证券研究所

轨交投资建设同样有望保持高强度。根据中国城市轨道交通协会不完全统计数据,截止到2023年底,中国内地在建城轨交通线路可研批复投资累计43011亿元,初设批复投资累计38416亿元。而2023年,我国城轨交通投资额5214亿元,同比-4.2%,连续第三年回落,判断主要因为地方政府财政压力增大。目前在建规划项目批复投资额相当于年投资的7-8年,项目规划仍然充足,判断地方财政状况好转后,轨交投资建设同样有望保持较高强度。

图表 17: 在建城轨可研批复累计投资额

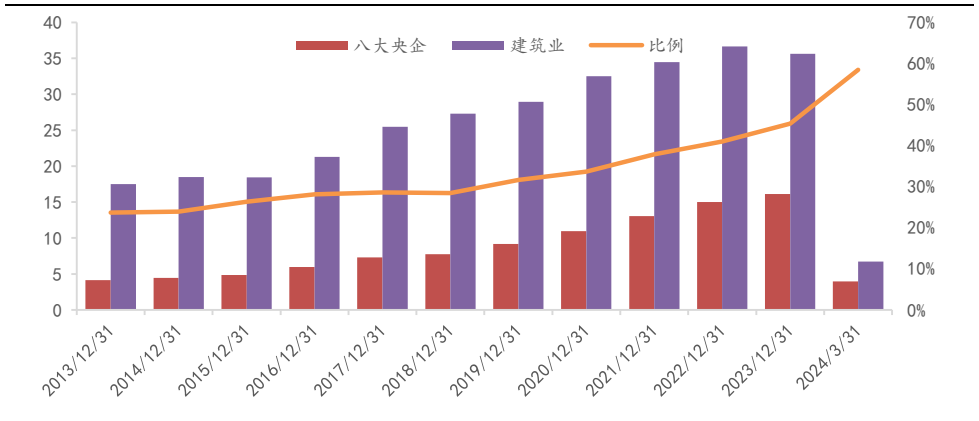


资料来源: 中国城市轨道交通协会, 东方财富证券研究所

2.2. 头部央国企市占率有望保持提升

头部央国企市占率有望持续提升。2013-2023年,建筑业新签合同总额由17.5万亿元增至35.6万亿元,CAGR7.4%,2023年yoy-2.9%;八大央企新签合同总额由4.2万亿元增至16.14万亿元,CAGR14.6%,2023年yoy+7.4%,占建筑业新签比例由24%增至45%,市场份额提升。头部央国企业务分布范围广、规模大,且政策导向性强,承接项目与三大工程、“十四五”规划等密切相关,有中央财政作为强有力的背书,从业务全局来看,地方财政承压对央企的影响相对温和。另外,化债、控债政策有助于优化项目质量、化解金融风险、改善债务结构,我们认为未来利润和份额会继续向头部央国企集中。

图表 18：八大央企与建筑业新签合同总额（万亿）及央企所占份额



资料来源：Choice 八大央企深度资料，中国宏观经济数据库，东方财富证券研究所

2.3. 地产压力有望缓解

政治局会议强调促进地产止跌回稳，后续政策有望继续跟进，地产压力有望缓解。9月26日，政治局会议强调促进房地产市场止跌回稳”，同时表态“严控增量、优化存量”，改善房屋供需关系，会议同时提及“调整住房限购政策”。而此前，9月24日，国家发布一揽子货币经济政策，主要包括：1) 降低存款准备金率和政策利率，2) 降低存量房贷利率和统一房贷最低首付比例，3) 创设新的货币政策工具支持股票市场稳定发展。随后9月29日，上海、深圳等重点城市相继放松房地产限购政策。而我们注意到，政治局会议的表态为“严控增量、优化存量”，因此我们认为地产修复第一步以消化当前库存和保交付为主，后续或有收储等政策进一步跟进。我们预计2025-2026年，地产开工面积同比+3-4%，竣工面积同比+6-7%。

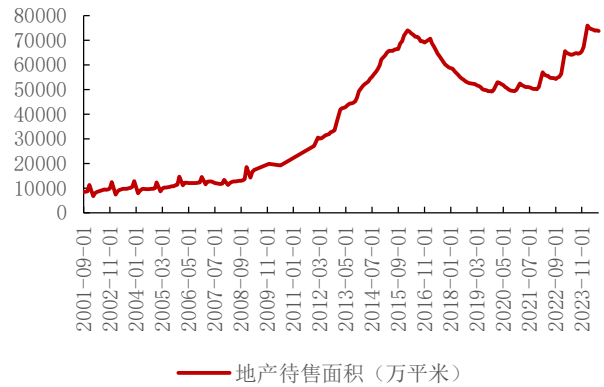
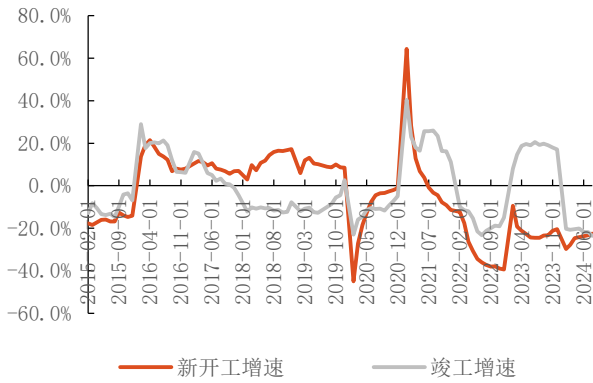
图表 19：重点城市放松地产限购政策

| 城市 | 地产新政 |
|----|---|
| 上海 | 外环外：非本市户籍社保年限要求下调至1年。外环内：非本市家庭居住证及个税/社保年限达标后可购买2套（原：1套），下调首付比例和公积金贷款比例，免征增值税年限下调为2年 |
| 深圳 | 本地户籍非核心区可增购1套，非本地户籍核心区/非核心区社保要求下降为1年/无要求，首套/二套房收复比例下调至15%/20%，免征增值税年限下调为2年，取消限售 |
| 广州 | 目前不再限购 |

资料来源：澎湃新闻，人民网，政府官网，东方财富证券研究所

图表 20：新开工及竣工增速

图表 21：地产待售面积



资料来源：Choice行业经济数据库，东方财富证券研究所

资料来源：Choice行业经济数据库，东方财富证券研究所

图表 22：地产竣工预测

| (单位：亿平方米) | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|--------|--------|-------|-------|
| 地产销售面积 | 13.58 | 11.17 | 8.94 | 9.39 | 10.51 |
| 同比增速 | | -17.7% | -20.0% | 5.0% | 12.0% |
| 其中：现房 | 2.35 | 2.52 | 2.23 | 2.58 | 3.15 |
| 现房占比 | 17.3% | 22.5% | 25.0% | 27.5% | 30.0% |
| 其中：期房 | 11.23 | 8.66 | 6.70 | 6.80 | 7.36 |
| 期房占比 | 82.7% | 77.5% | 75.0% | 72.5% | 70.0% |
| 地产竣工面积预测 | 8.62 | 9.98 | 7.86 | 8.38 | 8.93 |
| 同比增速 | | 15.8% | -21.2% | 6.5% | 6.6% |

资料来源：Choice 行业经济数据库，东方财富证券研究所

预测风险提示：如果地产政策调整后，销售低于我们预期或者保交楼等低于我们预期，则地产竣工可能低于我们预期

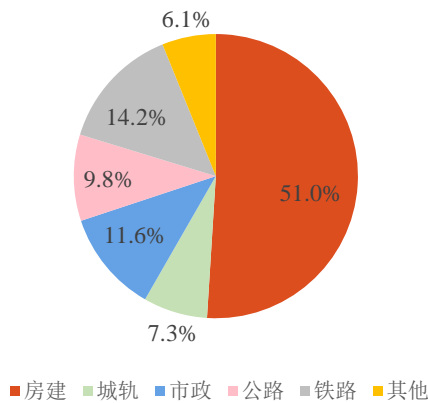
3. 中国中铁：主业受益化债+政策放松，第二曲线稳健发展

3.1. 地方化债支持力度加大，基建排头兵核心受益

细分领域持续拓展，市场份额保持提升。2023 年，公司新签订单分领域来看，分业务领域来看，（1）铁路业务方面，完成新签合同额 3,185.3 亿元，同比下降 35.6%。（2）公路业务方面，完成新签合同额 2,209.9 亿元，同比增长 29.4%。（3）市政业务方面，完成新签合同额 2,614.2 亿元，同比下降 5.7%。（4）城轨业务方面，完成新签合同额 1,644.8 亿元，同比增长 39.7%。（5）房建业务方面，完成新签合同额 11,478.2 亿元，同比增长 37.9%。（6）其他业务方面，完成新签合同额 1,377.3 亿元，同比增长 8.2%。公路、城轨、房建是公司 2023 年新签订单的主要增量，公司在保持铁路业务优势同时，近年来对于其他市场的开拓取得良好效果，测算 2015 年至 2023 年 8 年市场份额

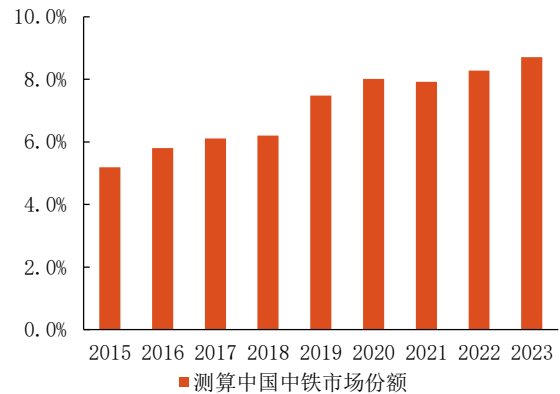
由 5.2%提升至 8.7%，竞争力彰显。

图表 23：2023 年公司工程建设分板块新签订单



资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

图表 24：公司市场份额



资料来源：Choice宏观经济数据库，东方财富证券研究所

化债支持力度提升核心受益。首先，根据我们对于公司 2024 年三期公告的重大工程项目中标统计，2024 年至今，公司已公告涉及化债省份项目 11 个，合计投资金额 429.2 亿元，占公司今年至今合计公告的重点项目投资额比重为 20.7%，判断公司整体在化债省份敞口占比与上述数字相仿。同时，根据我们对于上述项目类型的统计，公司在化债省份项目以交通项目（机场项目公司归类为市政及其他），特别是铁路工程为主，而由于铁路是综合交通网战略的重要组成部分，同时也产生现金流，对于地方经济发展有益，判断各方化债动力相对充分，公司重点受益。

图表 25：公司 2024 年公告中涉及化债省份项目

| 类型 | 项目名称 | 合同额 (亿元) |
|-------|---|----------|
| 铁路工程 | 新建天津至潍坊高速铁路滨州、东营南、潍坊北枢纽及相关工程站房及相关工程 BWZF-1 标段、BWZF-2 标段 | 21.8 |
| 铁路工程 | 钦州东至钦州港铁路增建二线工程 QGSG1 标段 | 11.8 |
| 市政及其他 | 昆明长水国际机场改扩建工程 T2 航站楼工程（南段）施工总承包 | 37.3 |
| 铁路工程 | 滨洲铁路博克图至西岭口段落坡改线工程施工总价承包 BXSG 标段 | 21.2 |
| 铁路工程 | 新建南宁至深圳铁路玉林至岑溪（桂粤省界）段（岑溪东至桂粤省界段）站前工程施工总价承包 YCZQ-5 标段 | 20.7 |
| 铁路工程 | 新建黄桶至百色铁路广西段施工总价承包 HBZQ1 标段、HBZQ2 标段、HBZQ3 标段，贵州段施工总价承包招标 HBZQ-1 标段、HBZQ-2 标段、HBZQ-4 标段、HBZQ-6 标段 | 142.4 |
| 铁路工程 | 新建平凉至庆阳铁路工程施工总价承包 PQTL-ZQ2 标段、PQTL-ZQ3 标段、PQTL-ZQ4 标段 | 62.7 |
| 铁路工程 | 新建文山至蒙自铁路站前工程施工总价承包 WMZQ-1 标段、WMZQ-4 标段 | 49.7 |
| 市政及其他 | 玉溪高新区红塔片区电子信息产业园基础设施建设项目、云南玉溪精密装备制造产业园区基础设施建设项目、红塔产业园区新能源新材料标准化厂房及基础设施建设项目 EPC 总承包 | 30.5 |
| 市政及其他 | 昆明长水国际机场改扩建工程飞行区地基处理及土石方工程 E3 标段 | 15.7 |
| 铁路工程 | 佳木斯至同江铁路扩能改造工程 JTSQZQ1 标段 | 15.2 |

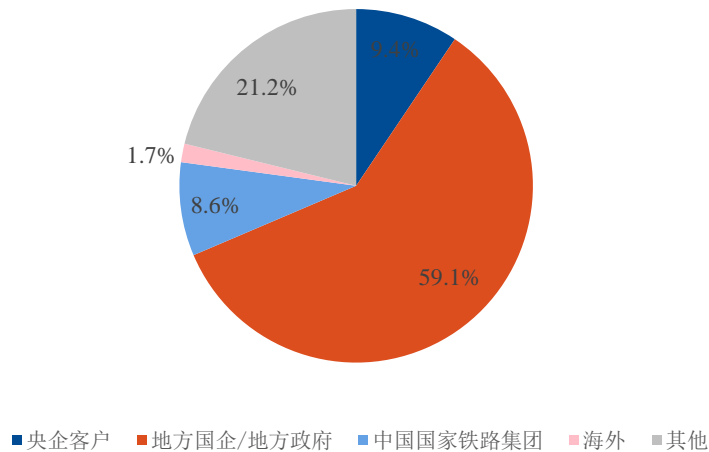
合计

429.2

资料来源：公司重大工程中标公告，东方财富证券研究所

其次，地方政府应收账款是公司应收账款的主要组成部分。根据 2023 年年报附注披露，2023 年地方政府和地方国企占公司应收账款的 59% 左右，是公司应收账款的主要来源，同时一年内应收账款占比较低，长期应收款多，地方政府化债力度加大后，预计公司应收账款及现金流将好转。

图表 26：2023 年公司应收账款按照来源分类



资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

根据公司历年年报附注披露数据，公司 2023 年资产+信用减值损失为 81.72 亿元，占收入端比重为 0.65%，同比上升 0.12pct，减值合计同比增加 20.4 亿元左右。根据财报附注，2023 年应收账款+其他应收款合计减值 57.8 亿，同比增加 37 亿元左右，是减值计提增加的主要因素。我们测算 2023 年公司应收款减值计提比例 2.9%，相较于 2022 年提高了 1.6 个百分点左右，历史上看也处于较高位置（仅略好于国家大力去杠杆的 2017-2018 年），判断化债力度加大，地方财政好转后，公司减值损失也有望减少，公司利润预计得到增厚。

图表 27：公司历年减值情况测算

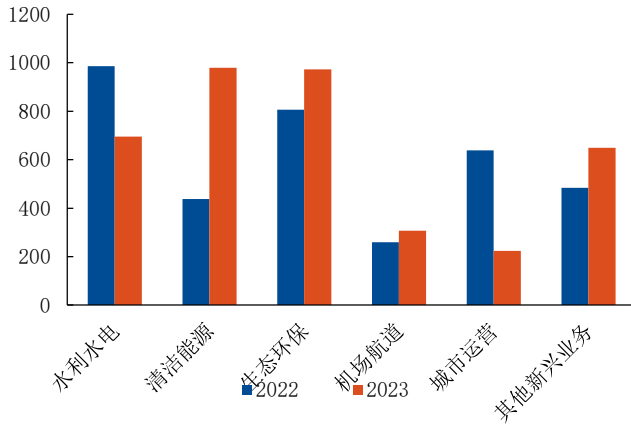
| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 应收票据和应收账款 | 1,474.0 | 1,336.3 | 1,523.0 | 1,826.0 | 1,094.9 | 1,070.0 | 1,134.1 | 1,270.7 | 1,245.7 | 1,587.3 |
| 其他应收款 | 381.2 | 375.0 | 368.1 | 447.4 | 305.1 | 335.9 | 316.7 | 325.5 | 350.2 | 383.1 |
| 应收合计 | 1,855.21 | 1,711.33 | 1,891.14 | 2,273.42 | 1,400.05 | 1,405.92 | 1,450.80 | 1,596.19 | 1,595.92 | 1,970.43 |
| 应收账款减值损失 | 21.82 | 16.89 | 9.29 | 89.15 | 51.63 | 17.52 | 11.07 | 38.52 | 20.84 | 57.77 |
| 计提减值比例 | 1.2% | 1.0% | 0.5% | 3.9% | 3.7% | 1.2% | 0.8% | 2.4% | 1.3% | 2.9% |
| 资产+信用减值 | 25.74 | 34.69 | 38.80 | 92.45 | 82.01 | 60.34 | 80.54 | 79.70 | 61.28 | 81.72 |
| 占收入比例 | 0.42% | 0.56% | 0.60% | 1.33% | 1.11% | 0.71% | 0.83% | 0.74% | 0.53% | 0.65% |

资料来源：Choice 公司数据，东方财富证券研究所

基建订单中新兴领域增长较快，助力公司成长。2023 年，公司新兴业务新签合同额 3826.7 亿元，同比+6%，细分业务领域来看，清洁能源业务完成新签合同额 978.8 亿元，同比+123.3%，生态环保业务新签合同额 972.6 亿元，同

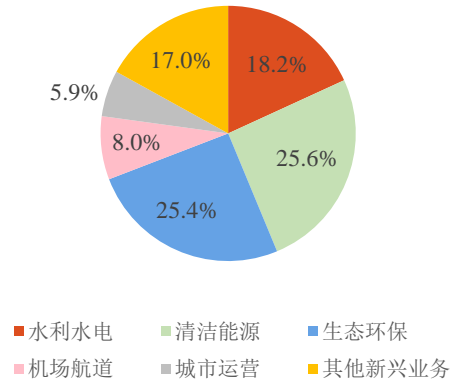
比+20.7%，其他新兴业务完成新签合同额 649.5 亿元，同比增长 34.2%。公司在新能源、生态环保以及高新产业等领域建筑工程服务业务发展迅速，未来伴随上述行业快速发展，公司在相关领域收入有望保持稳定增长，而新业务毛利率更高，利润增量贡献有望明显高于收入增量，为公司增长注入新动能。

图表 28：2023 年公司新兴业务订单增长



资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

图表 29：公司新兴业务订单分类 2023



资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

3.2. 矿山资源业务景气度有望提高

美联储降息周期下，看好金属价格趋势。近期，美联储宣布降息 50BP，我们判断海外经济整体在美国降息周期下将有所恢复，而电力、新能源等需求增量将进一步增加铜等大宗金属需求；供给层面，随着部分矿山逐渐老化，产量下降，我们判断未来 1-2 年部分金属供给量有望小于预期，供需改善使得铜等大宗金属价格总体有望保持上涨趋势。

图表 30：LME 铜价



资料来源：Choice 宏观数据，东方财富证券研究所

截止到 2024H1，前在境内外全资、控股或参股投资建成 5 座现代化矿山，分别为黑龙江鹿鸣钼矿，刚果（金）绿纱铜钴矿、MKM 铜钴矿、华刚 SICOMINE 铜钴矿以及蒙古乌兰铅锌矿，均生产运营状况良好。生产铜金属 150165 吨；钴金属 2837 吨；钼金属 7682 吨；铅金属 4565 吨；锌金属 10697 吨；银金属

18 吨。2024H1，公司资源利用业务实现收入 40.5 亿元，毛利率 53.35%，已成为公司稳定的利润来源之一，如果金属整体价格提高，则公司资源板块有望进一步贡献利润增量。

图表 31：公司矿山资源储备（2024H1）

| 序号 | 项目名称 | 矿产资源 | | | 权益比 (%) | 项目计划总投资 (亿元) | 项目开累已完成投资额 (亿元) | 报告期产品产量 (吨) | 项目进展情况 |
|----|--------------------|------|-----------|-------------|---------|--------------|-----------------|-------------|--------|
| | | 品种 | 品位 | 保有资源/储量 (吨) | | | | | |
| 1 | 黑龙江伊春鹿鸣钼矿 | 钼 | 0.09% | 61.28 | 83% | 60.17 | 60.26 | 7,686 | 正常生产 |
| | | 铜 | / | / | | | | 847 | |
| 2 | 华刚公司 SICOMINES 铜钴矿 | 铜 | 3.53 | 675.48 | 41.72% | 45.86 | 30.92 | 128,086 | 正常生产 |
| | | 钴 | 0.15 | 53.99 | | | | 2,837 | |
| 3 | 绿纱公司铜钴矿 | 铜 | 2.57 | 44.15 | 72% | 21.38 | 21.60 | 11,420 | 正常生产 |
| | | 钴 | 0.06 | 1.04 | | | | 0.00 | |
| 4 | MKM 公司铜钴矿 | 铜 | 1.87% | 3.10 | 80.2% | 11.95 | 12.35 | 9,812 | 正常生产 |
| | | 钴 | 0.24% | 0.32 | | | | 0.00 | |
| 5 | 新鑫公司乌兰铅锌矿 | 铅 | 1.15% | 14.40 | 100% | 15.4 | 15.4 | 4,565 | 正常生产 |
| | | 锌 | 2.91% | 36.40 | | | | 10,697 | |
| | | 银 | 56.55g/t | 0.07 | | | | 18 | |
| 6 | 新鑫公司木哈尔铅锌矿 | 铅 | 0.63% | 4.11 | 100% | - | - | - | 未开发 |
| | | 锌 | 2.37% | 15.47 | | | | - | |
| | | 银 | 118.17g/t | 0.08 | | | | - | |
| 7 | 新鑫公司乌日勒放包及张盖陶勒盖金矿 | 金 | 3g/t | 0.0003 | 100% | - | - | -- | 未开发 |
| 8 | 祥隆公司查夫银铅锌多金属矿 | 铅 | 7.00% | 8.97 | 100% | - | - | - | 停产 |
| | | 锌 | 5.09% | 6.52 | | | | - | |
| | | 银 | 200.51g/t | 0.03 | | | | - | |

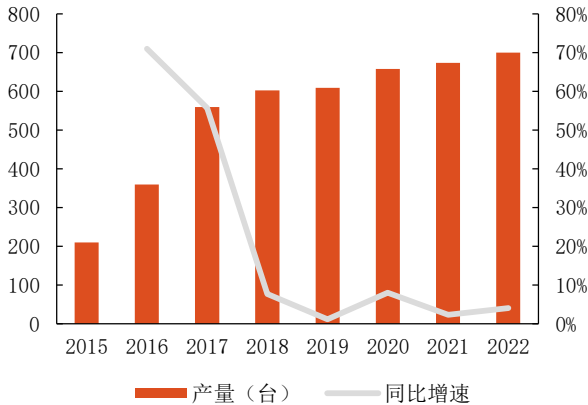
资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

3.3. 盾构设备预计将受益于水利水电高景气

掘进设备龙头，水系统建设需求上升核心受益。公司旗下中铁工业业务范围主要涵盖钢桥梁、铁路道岔、隧道掘进设备、大型铁路施工机械以及新型轨道交通等领域。根据中国工程机械工业协会掘进机械分会统计，2022 年，中铁工程装备集团和铁建重工集团分别生产 248/232 台，市场份额分别为 35.4%/33.1%，为第三名中交天和机械的 2 倍以上，而其余国内公司产量均未超过 35 台，市场呈现双寡头格局。目前国家加大水利水网、水电、抽水蓄能相关投资，而隧道掘进设备广泛用于引水隧洞、交通洞、电气连接洞等掘进施

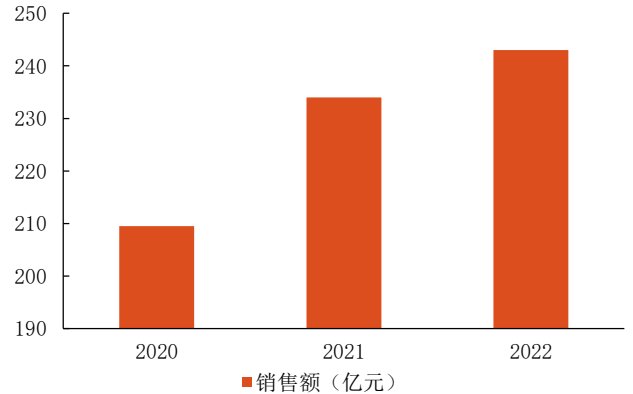
工中，未来需求有望随水系统建设而稳定上升，公司作为隧道掘进设备龙头有望核心受益。

图表 32：全断面隧道掘进机产量及增速



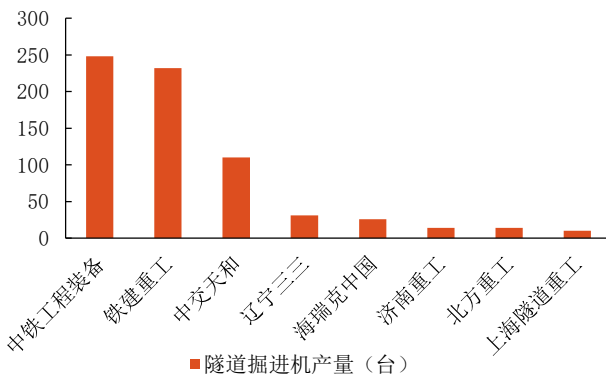
资料来源：中国工程机械工业协会掘进机分会《隧道建设》，东方财富证券研究所

图表 33：全断面隧道掘进机销售额



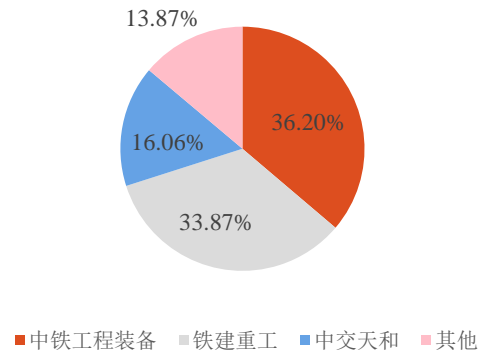
资料来源：中国工程机械工业协会掘进机分会《隧道建设》，东方财富证券研究所

图表 34：主要生产企业掘进机产量



资料来源：中国工程机械工业协会掘进机分会《隧道建设》，东方财富证券研究所

图表 35：2022 年全断面掘进机市场份额



资料来源：中国工程机械工业协会掘进机分会《隧道建设》，东方财富证券研究所

4. 盈利预测及评级

4.1. 盈利预测

我们的盈利预测基于如下合理假设：

基建施工业务：考虑到财政政策宽松后，基建实物工作量预计回升，结转有所加快，预计 2024 年公司基建施工业务收入同比-3%，降幅较 2024H1 有所缩窄。预计 2025-2026 年，基建需求将有所恢复，而由于公司对于水利水电、清洁能源等新行业的拓展，公司市占率有望继续保持提升，因此预计 2025-2026 年，公司基建施工业务收入同比上升 7%/5.5%。预计 2024 年板块毛利率同比小幅上升，趋势与 2024H1 整体保持一致，随后 2025-2026 年毛利率保持平稳。

地产开发业务：由于2024年全年地产需求承压，预计2024年公司地产开发业务全年收入-30%，降幅整体与H1保持一致。出于谨慎角度考虑，预计2025-2026年板块收入相较于2024年保持平稳。毛利率方面，预计2024年板块毛利率小幅下降（与2024H1趋势相仿），随后2025-2026年，由于地产需求回暖，毛利率同比小幅回升。

设备制造业务：由于财政宽松，预计2024Q4起建设类需求有一定改善，因此预计2024年板块收入同比-5%，降幅较2024H1有所收窄。随后2025-2026年，由于水利水电建设加速，板块收入年增速10-15%。预计2024年，受行业需求影响，板块毛利率有所下降，而2025年，行业需求恢复有望对价格产生有利影响，同时规模效应提升，因此板块毛利率逐渐回升。

图表 36：公司盈利预测重点假设（单位：亿元）

| | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------|----------|----------|----------|----------|
| 基建建设 | 10,875.9 | 10,549.6 | 11,288.0 | 11,908.9 |
| yoy | 10.6% | -3.0% | 7.0% | 5.5% |
| 占比 | 91.8% | 93.0% | 93.2% | 93.2% |
| 毛利率 | 8.9% | 9.1% | 9.1% | 9.1% |
| 房地产开发 | 509.1 | 356.4 | 356.4 | 356.4 |
| yoy | -4.8% | -30.0% | 0.0% | 0.0% |
| 占比 | 4.3% | 3.1% | 2.9% | 2.8% |
| 毛利率 | 14.5% | 13.0% | 15.0% | 15.0% |
| 设备制造 | 273.8 | 260.1 | 291.3 | 326.2 |
| yoy | 6.0% | -5.0% | 12.0% | 12.0% |
| 占比 | 2.3% | 2.3% | 2.4% | 2.6% |
| 毛利率 | 21.3% | 19.0% | 20.0% | 21.0% |
| 设计勘察 | 182.6 | 177.1 | 182.4 | 187.9 |
| yoy | -1.9% | -3.0% | 3.0% | 3.0% |
| 占比 | 1.5% | 1.6% | 1.5% | 1.5% |
| 毛利率 | 30.9% | 27.0% | 28.0% | 29.0% |

资料来源：Choice 公司数据，东方财富证券研究所

基于上述假设，我们预计2024-2026年，公司归母净利润分别为326.62/335.82/359.10亿元，同比分别-2.45%/+2.81%/+6.93%。

4.2. 估值分析

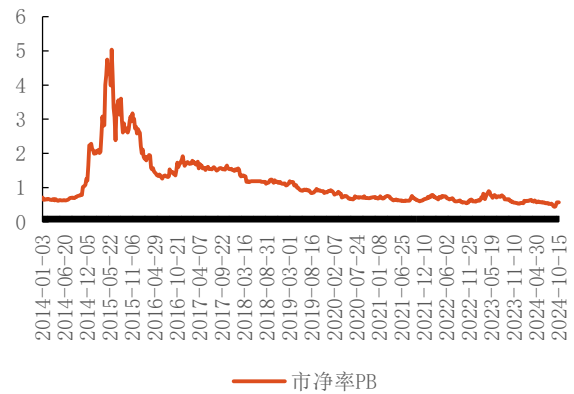
截止到10月16日，公司估值为5.1x PE（TTM）及0.57x PB，均处于2014年以来的低位。

图表 37：公司 PE (TTM) 估值



资料来源：Choice股票数据，东方财富证券研究所

图表 38：公司 PB 估值



资料来源：Choice股票数据，东方财富证券研究所

横向对比来看，我们选择八大建筑央企作为参考公司。目前公司在八大建筑央企中估值处于偏低位置。

图表 39：八大建筑央企估值对比

| 证券代码 | 证券名称 | EPS 预测（元） | | | PE 估值 | | | 评级 |
|-----------|------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-----|
| | | 2023A | 2024E | 2025E | 2023A | 2024E | 2025E | |
| 601668.SH | 中国建筑 | 1.31 | 1.33 | 1.42 | 4.76 | 4.67 | 4.39 | 增持 |
| 601618.SH | 中国中冶 | 0.33 | 0.37 | 0.40 | 9.97 | 8.78 | 8.25 | 未评级 |
| 601868.SH | 中国能建 | 0.18 | 0.21 | 0.23 | 13.00 | 11.14 | 9.99 | 未评级 |
| 601669.SH | 中国电建 | 0.68 | 0.81 | 0.90 | 8.10 | 6.79 | 6.11 | 增持 |
| 601800.SH | 中国交建 | 1.39 | 1.56 | 1.68 | 7.25 | 6.47 | 5.99 | 未评级 |
| 601186.SH | 中国铁建 | 1.73 | 1.87 | 1.95 | 5.34 | 4.95 | 4.73 | 未评级 |
| 601390.SH | 中国中铁 | 1.29 | 1.32 | 1.36 | 5.05 | 4.95 | 4.81 | 增持 |
| 601117.SH | 中国化学 | 0.89 | 0.96 | 1.08 | 9.00 | 8.30 | 7.45 | 未评级 |

资料来源：Choice 公司数据，东方财富证券研究所

备注：中国建筑、中国电建、中国中铁为我们的预测利润，其余公司为 Choice 一致预期，市值为 2024 年 10 月 15 日收盘价对应市值

4.3. 投资建议

业绩角度，我们认为公司作为基建头部央企，受益于财政政策宽松的确定性较高，此外公司矿山资源、设备制造业务均有望受益于行业景气度提高，进一步增厚公司业绩。估值角度，公司目前在八大央企中 PE 估值处于偏低水平，反应市场对于公司现金流以及发展前景的担忧。我们认为财政政策宽松后，由于公司应收款主要来自于地方政府，因此现金流改善弹性较大，同时未来公司矿产资源开发、装备制造等业务同样有望进行重估，进一步带动公司整体估值修复。给予公司“增持”评级。

5. 风险提示

地产需求不及预期。我们的假设是地产新政后，开工、竣工、销售端均有所修复。如果地产恢复不及我们预期，则：1) 公司房建业务结转可能不及预期，2) 地方财政受到影响，基建结转不及预期，3) 公司房地产开发业务收入及毛利率不及预期，4) 公司减值可能大于我们预期。此外，如果地产不及预期，公司估值也可能受到影响。

基建需求不及预期。我们的假设是财政政策宽松后，基建实物工作量将逐渐恢复。如果基建实物工作量低于预期，则公司基建板块业绩及估值均可能受到影响。

回款不及预期。我们的假设是地产和财政政策宽松后，公司应收账款压力减小，同时由于更多 PPP 项目进入运营周期，公司资本支出压力减小，现金流得到改善。如果公司回款不及预期，则公司整体估值可能受到影响。

资产负债表（亿元）

| 至 12 月 31 日 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 流动资产 | 10056.95 | 9392.66 | 9949.84 | 10470.37 |
| 货币资金 | 2345.13 | 2056.73 | 2246.20 | 2459.69 |
| 应收及预付 | 2043.14 | 1899.22 | 1970.62 | 2024.09 |
| 存货 | 2193.61 | 2079.66 | 2199.64 | 2301.13 |
| 其他流动资产 | 3475.08 | 3357.05 | 3533.39 | 3685.46 |
| 非流动资产 | 8237.45 | 9004.91 | 9515.41 | 10012.65 |
| 长期股权投资 | 1237.75 | 1237.75 | 1237.75 | 1237.75 |
| 固定资产 | 714.86 | 912.00 | 1080.55 | 1225.33 |
| 在建工程 | 633.56 | 583.49 | 548.45 | 523.91 |
| 无形资产 | 1983.86 | 2358.86 | 2733.86 | 3108.86 |
| 其他长期资产 | 3667.42 | 3912.80 | 3914.80 | 3916.80 |
| 资产总计 | 18294.39 | 18397.56 | 19465.25 | 20483.03 |
| 流动负债 | 10106.42 | 9747.58 | 10291.53 | 10763.11 |
| 短期借款 | 673.78 | 673.78 | 673.78 | 673.78 |
| 应付及预收 | 5899.16 | 5646.55 | 6022.99 | 6349.72 |
| 其他流动负债 | 3533.48 | 3427.25 | 3594.76 | 3739.61 |
| 非流动负债 | 3588.95 | 3784.88 | 3984.88 | 4184.88 |
| 长期借款 | 2797.19 | 2997.19 | 3197.19 | 3397.19 |
| 应付债券 | 318.36 | 318.36 | 318.36 | 318.36 |
| 其他非流动负债 | 473.40 | 469.33 | 469.33 | 469.33 |
| 负债合计 | 13695.37 | 13532.46 | 14276.41 | 14947.99 |
| 实收资本 | 247.52 | 247.51 | 247.51 | 247.51 |
| 资本公积 | 566.18 | 566.64 | 566.64 | 566.64 |
| 留存收益 | 2025.03 | 2300.41 | 2582.49 | 2884.14 |
| 归属母公司股东权益 | 3325.34 | 3550.90 | 3832.98 | 4134.63 |
| 少数股东权益 | 1273.68 | 1314.20 | 1355.86 | 1400.41 |
| 负债和股东权益 | 18294.39 | 18397.56 | 19465.25 | 20483.03 |

利润表（亿元）

| 至 12 月 31 日 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入 | 12634.75 | 12096.89 | 12909.57 | 13610.41 |
| 营业成本 | 11352.45 | 10860.35 | 11584.36 | 12212.78 |
| 税金及附加 | 61.92 | 59.41 | 63.40 | 66.84 |
| 销售费用 | 68.50 | 65.72 | 70.14 | 73.94 |
| 管理费用 | 273.99 | 262.88 | 280.54 | 295.77 |
| 研发费用 | 300.00 | 287.83 | 307.17 | 323.84 |
| 财务费用 | 48.71 | 68.40 | 80.17 | 82.38 |
| 资产减值损失 | -20.60 | -20.00 | -20.00 | -20.00 |
| 公允价值变动收益 | -2.46 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | -0.71 | -0.68 | -0.73 | -0.77 |
| 资产处置收益 | 4.77 | 4.57 | 4.88 | 5.14 |
| 其他收益 | 13.77 | 13.21 | 14.10 | 14.86 |
| 营业利润 | 462.82 | 429.41 | 462.06 | 494.10 |
| 营业外收入 | 10.32 | 20.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业外支出 | 12.44 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 460.70 | 449.41 | 462.06 | 494.10 |
| 所得税 | 84.33 | 82.27 | 84.58 | 90.45 |
| 净利润 | 376.36 | 367.14 | 377.48 | 403.65 |
| 少数股东损益 | 41.54 | 40.52 | 41.66 | 44.55 |
| 归属母公司净利润 | 334.83 | 326.62 | 335.82 | 359.10 |
| EBITDA | 657.57 | 648.73 | 686.72 | 734.23 |

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

现金流量表（亿元）

| 至 12 月 31 日 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 经营活动现金流 | 383.63 | 595.80 | 815.36 | 848.87 |
| 净利润 | 376.36 | 367.14 | 377.48 | 403.65 |
| 折旧摊销 | 135.54 | 130.92 | 144.50 | 157.75 |
| 营运资金变动 | -250.53 | -72.12 | 96.23 | 84.54 |
| 其它 | 122.26 | 169.85 | 197.15 | 202.92 |
| 投资活动现金流 | -746.41 | -860.08 | -650.85 | -650.62 |
| 资本支出 | -565.18 | -630.45 | -650.12 | -649.86 |
| 投资变动 | -204.40 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 23.17 | -229.62 | -0.73 | -0.77 |
| 筹资活动现金流 | 271.31 | -25.14 | 24.97 | 15.24 |
| 银行借款 | 355.09 | 200.00 | 200.00 | 200.00 |
| 债券融资 | -75.37 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股权融资 | 91.85 | 0.44 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | -100.26 | -225.57 | -175.03 | -184.76 |
| 现金净增加额 | -88.38 | -288.40 | 189.48 | 213.49 |
| 期初现金余额 | 2049.87 | 1961.50 | 1673.10 | 1862.57 |
| 期末现金余额 | 1961.50 | 1673.10 | 1862.57 | 2076.06 |

主要财务比率

| 至 12 月 31 日 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 (%) | | | | |
| 营业收入增长 | 9.45% | -4.26% | 6.72% | 5.43% |
| 营业利润增长 | 7.51% | -7.22% | 7.60% | 6.93% |
| 归属母公司净利润增长 | 7.07% | -2.45% | 2.81% | 6.93% |
| 获利能力 (%) | | | | |
| 毛利率 | 10.01% | 10.22% | 10.27% | 10.27% |
| 净利率 | 2.99% | 3.04% | 2.92% | 2.97% |
| ROE | 10.07% | 9.20% | 8.76% | 8.69% |
| ROIC | 4.84% | 4.56% | 4.52% | 4.55% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 (%) | 74.86% | 73.56% | 73.34% | 72.98% |
| 净负债比率 | 40.62% | 48.48% | 45.66% | 42.56% |
| 流动比率 | 1.00 | 0.96 | 0.97 | 0.97 |
| 速动比率 | 0.44 | 0.41 | 0.41 | 0.42 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.73 | 0.66 | 0.68 | 0.68 |
| 应收账款周转率 | 9.04 | 8.03 | 8.81 | 9.08 |
| 存货周转率 | 5.31 | 5.08 | 5.41 | 5.43 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 1.29 | 1.32 | 1.36 | 1.45 |
| 每股经营现金流 | 1.55 | 2.41 | 3.29 | 3.43 |
| 每股净资产 | 13.43 | 14.35 | 15.49 | 16.71 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 4.39 | 4.95 | 4.81 | 4.50 |
| P/B | 0.42 | 0.46 | 0.42 | 0.39 |
| EV/EBITDA | 4.98 | 6.13 | 5.80 | 5.41 |

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者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，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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级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3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（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。其中：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；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。