

中国铁建（601186.SH）

收缩投资压实资产，看好长期经营质效改善

优于大市

核心观点

收入与业绩承压，24Q4 收缩投资效果开始显现。2024 年公司实现营收 10672 亿元，同比-6.2%，实现归母净利润 222.2 亿元，同比-14.9%。其中 2024 年第四季度公司实现营业收入 3090 亿元，同比-6.8%，实现归母净利润 65.2 亿元，同比-2.4%。在行业整体下行的背景下，公司收入和业绩整体承压，Q4 信用减值损失同比增加导致利润承压，但公司主动收缩投资后投资亏损明显下降，净利润中少数股东收益减少，单四季度扣非归母净利润同比+6.6%。

海外新签持续增长，主动优化投资运营类业务。2024 年公司全年新签合同额 30370 亿元，同比-7.8%，其中海外新签合同额 3120 亿元，同比+23.4%。公司坚持由投资拉动施工向回归投资创效本源转变的原则，对投资结构进行优化，2024 年前三季度公司投资运营类业务新签合同额压缩至 729 亿元，同比-65.6%。

毛利率仅小幅下降，费用控制成效显著。2024 年公司整体毛利率为 10.27%，同比下降 0.13pct，其中四季度结算毛利率下滑较多，2024Q4 单季度毛利率为 7.79%，同比下降 5.60pct。2024 年公司期间费用率为 5.89%，同比上升 0.42pct，其中管理研发/销售费用分别同比-4.8%/-3.8%/-7.3%。由于行业竞争加剧，公司毛利率略有承压但总体稳定，公司加强费用控制，各项费用均有明显下降，整体盈利能力维持稳定。

收付款压力增大，投资支出缩减。2024 年公司经营活动产生的现金流量净额-314.2 亿元，同比由正转负。收现比/付现比分别为 100.5%/103.2%，分别同比-1.0/+2.0pct，2024 年公司积极履行对上游分包分供的支付责任，但下游回款账期持续拉长，导致公司现金流压力增大。公司持续优化资产结构，主动收缩投资规模，资本开支与投资支出规模合计 627.9 亿元，同比-12.8%。

投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级。建筑行业迈入存量发展阶段，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 221/226/226 亿元，每股收益 1.63/1.66/1.67 元，对应当前股价 PE 为 4.97/4.87/4.90X，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济下行风险，国际经营风险，国企改革推进节奏不及预期的风险等。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,137,993	1,067,171	1,072,679	1,087,789	1,115,707
(+/-%)	3.8%	-6.2%	0.5%	1.4%	2.6%
归母净利润(百万元)	26097	22215	22143	22574	22644
(+/-%)	-2.0%	-14.9%	-0.3%	1.9%	0.3%
每股收益(元)	1.92	1.64	1.63	1.66	1.67
EBIT Margin	5.0%	4.8%	4.8%	4.8%	4.7%
净资产收益率 (ROE)	8.4%	6.8%	6.4%	6.2%	6.0%
市盈率 (PE)	4.2	5.0	4.97	4.87	4.9
EV/EBITDA	18.0	21.5	25.6	25.7	25.9
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

公司研究·财报点评

建筑装饰·基础设施建设

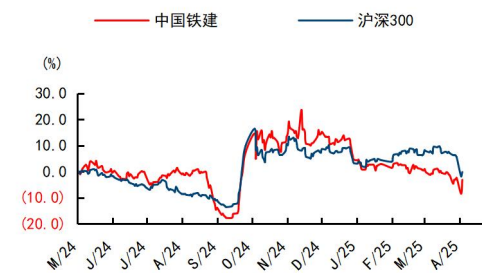
证券分析师：任鹤
010-88005315
renhe@guosen.com.cn
S0980520040006

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	8.04 元
总市值/流通市值	109180/109180 百万元
52 周最高价/最低价	10.31/6.72 元
近 3 个月日均成交额	350.39 百万元

市场走势



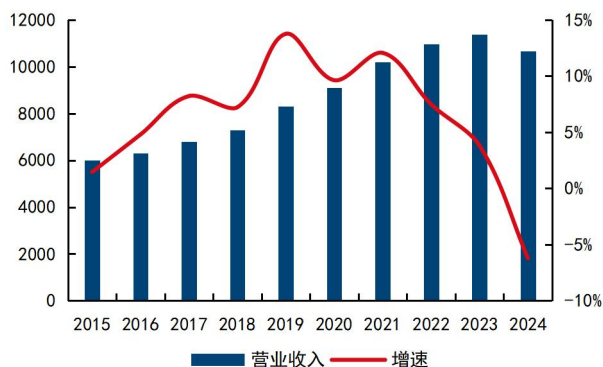
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《中国铁建（601186.SH）-投资运营业务快速收缩，看好长期现金流改善》——2024-09-26
- 《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

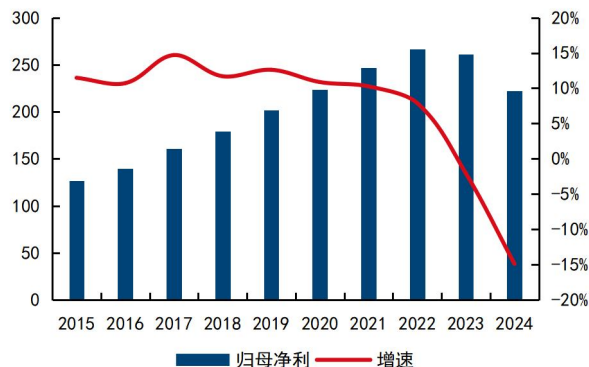
收入与业绩承压, 24Q4 收缩投资效果开始显现。2024 年公司实现营收 10672 亿元, 同比-6.2%, 实现归母净利润 222.2 亿元, 同比-14.9%。其中 2024 年第四季度公司实现营业收入 3090 亿元, 同比-6.8%, 实现归母净利润 65.2 亿元, 同比-2.4%。在行业整体下行的背景下, 公司收入和业绩整体承压, Q4 信用减值损失同比增加导致利润承压, 但公司主动收缩投资后投资亏损明显下降, 净利润中少数股东收益减少, 单四季度扣非归母净利润同比+6.6%。

图1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

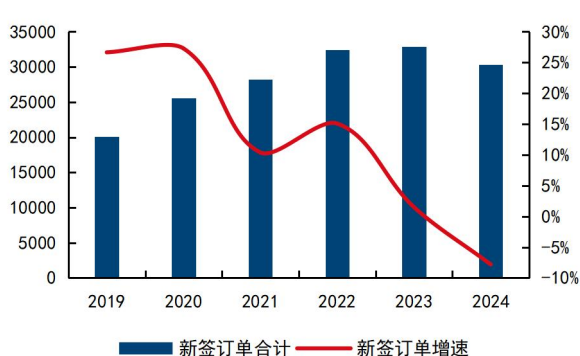
图2: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

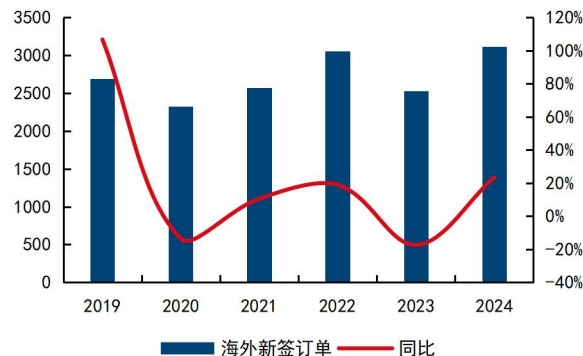
海外新签持续增长, 主动优化投资运营类业务。2024 年公司全年新签合同额 30370 亿元, 同比-7.8%, 其中海外新签合同额 3120 亿元, 同比+23.4%。公司坚持由投资拉动施工向回归投资创效本源转变的原则, 对投资结构进行优化, 2024 年前三季度公司投资运营类业务新签合同额压缩至 729 亿元, 同比-65.6%。

图3: 公司新签订单额及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司海外新签合同额及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

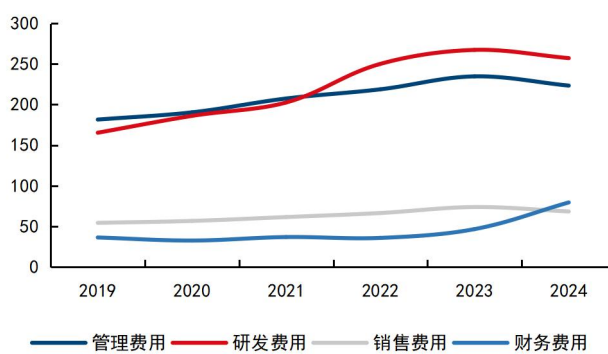
毛利率仅小幅下降, 费用控制成效显著。2024 年公司整体毛利率为 10.27%, 同比下降 0.13pct, 其中四季度结算毛利率下滑较多, 2024Q4 单季度毛利率为 7.79%, 同比下降 5.60pct。2024 年公司期间费用率为 5.89%, 同比上升 0.42pct, 其中管理研发/销售费用分别同比-4.8%/-3.8%/-7.3%。由于行业竞争加剧, 公司毛利率略有承压但总体稳定, 公司加强费用控制, 各项费用支出均有明显下降, 整体盈利能力维持稳定。

图5: 公司毛利率变化 (单位: %)

图6: 公司各项费用变动 (单位: 亿元)



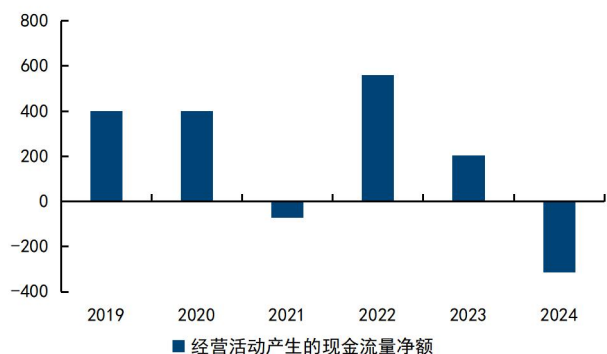
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

收付款压力增大，投资支出缩减。2024 年公司经营活动产生的现金流量净额 -314.2 亿元，同比由正转负。收现比/付现比分别为 100.5%/103.2%，分别同比 -1.0/+2.0pct，2024 年公司积极履行对上游分包分供的支付责任，但下游回款账期持续拉长，导致公司现金流压力增大。公司持续优化资产结构，主动收缩投资规模，资本开支与投资支出规模合计 627.9 亿元，同比-12.8%。

图7: 公司经营活动产生的现金流量净额 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司投资活动现金支出变化 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级。建筑行业迈入存量发展阶段，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 221/226/226 亿元，每股收益 1.63/1.66/1.67 元，对应当前股价 PE 为 4.97/4.87/4.90X，维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	166958	185703	162696	153311	163029	营业收入	1137993	1067171	1072679	1087789	1115707
应收款项	161762	209629	216559	223256	228981	营业成本	1019683	957602	963266	976834	1001905
存货净额	307643	286116	289591	292517	292517	营业税金及附加	4297	3629	3629	3629	3629
其他流动资产	56363	67308	68682	70084	71514	销售费用	7378	6836	6153	6239	6626
流动资产合计	1064753	1143975	1148458	1158205	1181348	管理费用	23466	22329	23330	23635	24330
固定资产	79080	79841	85538	85857	84090	研发费用	26725	25713	25199	25554	26363
无形资产及其他	69736	117002	149764	177362	200568	财务费用	4661	7946	8742	9148	9305
投资性房地产	66357	66407	66407	66407	66407	投资收益	(4230)	(1296)	(1302)	(1321)	(1355)
长期股权投资	149278	153984	156808	158785	160168	资产减值及公允价值变动	(4105)	(4505)	(3342)	(3389)	(3476)
资产总计	1663020	1862843	1931311	1995364	2063590	其他收入	(31579)	(30745)	(30545)	(30594)	(31979)
短期借款及交易性金融负债	136308	226650	227820	231029	236958	营业利润	38594	32283	32370	32999	33102
应付款项	545028	554130	583295	607599	632916	营业外净收支	234	191	0	0	0
其他流动负债	60461	70021	71142	72116	73968	利润总额	38828	32475	32370	32999	33102
流动负债合计	998052	1112754	1149954	1185668	1227911	所得税费用	6499	5396	5379	5483	5500
长期借款及应付债券	196653	267783	272891	276467	278970	少数股东损益	6232	4863	4848	4942	4957
其他长期负债	51194	59708	64817	68392	70896	归属于母公司净利润	26097	22215	22143	22574	22644
长期负债合计	247847	327491	337708	344860	349866	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	1245900	1440246	1487662	1530527	1577777	净利润	26097	22215	22143	22574	22644
少数股东权益	107282	94346	98127	101932	105699	资产减值准备	410	(423)	(3038)	0	0
股东权益	309838	328251	345523	362904	380114	折旧摊销	19084	20949	11409	11889	12395
负债和股东权益总计	1663020	1862843	1931311	1995364	2063590	公允价值变动损失	644	1467	0	0	0
						财务费用	4661	7946	8742	9148	9305
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(62146)	(95990)	(12094)	(7464)	3132
每股收益	1.92	1.64	1.63	1.66	1.67	其它	4639	4149	6819	3805	3767
每股红利	0.36	0.38	0.36	0.38	0.40	经营活动现金流	(11272)	(47633)	25239	30803	41938
每股净资产	22.82	24.17	25.44	26.72	27.99	资本开支	0	(42632)	(46830)	(39805)	(33834)
ROIC	18%	13%	13%	14%	14%	其它投资现金流	(668)	97	0	0	0
ROE	8%	7%	6%	6%	6%	投资活动现金流	(21962)	(47242)	(49653)	(41782)	(35218)
毛利率	10%	10%	10%	10%	10%	权益性融资	(972)	18548	0	0	0
EBIT Margin	5%	5%	5%	5%	5%	负债净变化	32206	69441	5108	3576	2503
EBITDA Margin	7%	7%	6%	6%	6%	支付股利、利息	(4950)	(5198)	(4871)	(5192)	(5435)
收入增长	4%	-6%	1%	1%	3%	其它融资现金流	(11773)	(33414)	1170	3209	5929
净利润增长率	-2%	-15%	-0%	2%	0%	融资活动现金流	41766	113620	1407	1593	2998
资产负债率	81%	82%	82%	82%	82%	现金净变动	8533	18745	(23007)	(9385)	9718
股息率	4.5%	4.7%	4.4%	4.7%	4.9%	货币资金的期初余额	158425	166958	185703	162696	153311
P/E	4.2	5.0	4.97	4.87	4.86	货币资金的期末余额	166958	185703	162696	153311	163029
P/B	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	企业自由现金流	3934	(75096)	(4904)	7892	25764
EV/EBITDA	18.0	21.5	25.6	25.7	25.9	权益自由现金流	24367	(37202)	(5915)	7049	26437

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