

## 新签合同额稳步增长，估值有望迎来修复

2024年03月08日

➤ **公司发布 2023Q4 主要经营数据:** 2023Q4 公司新签合同额达 15076.67 亿元, 同比+7.59%。2023 全年公司新签合同额达 32938.7 亿元, 同比+1.51%。

➤ **工程承包业务: 受益基建需求持续增长**

公司的核心收入来源, 业务范围覆盖铁路、公路、轨道交通、水利水电、房屋建筑、市政、桥梁、隧道、机场码头建设等多个领域。2023H1 实现营收 4834 亿元, 同比-0.26%; 毛利率为 7.53%, 同比+0.43%。2023 年公司工程承包业务新签合同额 20269.50 亿元, 同比+8.82%, 新签项目 5622 个, 同比+6.16%。2023 年铁路、公路、城轨、水利、地下空间等传统基础设施领域投资稳健增长, 基建作为扩内需、稳增长的重要支撑, 我们预计 2024 年需求仍将维持高景气。

➤ **规划设计咨询业务: 毛利率水平较高且稳步提升**

业务范围包括提供铁路、城市轨道交通、公路、市政、工业与民用建筑、磁悬浮、水运、水电、机场、人防等领域的规划设计咨询, 并不断向智能交通、现代有轨电车、城市地下空间、生态环境、绿色环保等新兴行业新领域拓展。2023H1 实现营收 83.85 亿元, 同比-7.94%; 毛利率为 40.63%, 同比+4.39%。2023 年公司规划设计咨询业务新签合同额 296.84 亿元, 同比+0.78%, 新签项目 10181 个, 同比+14.81%。

➤ **房地产业务: 销售实现逆势增长**

公司积极参与政府保障房、回购房开发建设, 在做强传统住宅开发业务的同时, 进一步拓展未来社区、TOD 等新兴业务领域。2023H1, 面对整体市场及外部环境持续下行压力, 公司房地产板块实现销售金额 533.7 亿元, 在全国房企中排名第 16 位。2023H1 实现营收 214.11 亿元, 同比+0.13%; 毛利率为 12.32%, 同比-3.86%。2023 年公司房地产业务新签合同额 1237 亿元, 同比-5.81%。

➤ **工业制造业务: 营收与新签合同额持续增长**

公司目前形成了“装备制造+材料生产+混凝土 PC 构件生产”的三大工业制造业务体系, 主要业务包括制造大型养路机械、地下施工设备、轨道施工设备、混凝土施工设备、起重设备、桥梁施工设备、压实设备、混凝土制品、桥梁钢结构等产品。2023H1 实现营收 121.65 亿元, 同比+12.61%; 毛利率为 23.38%, 同比-1.93%。2023 年公司工业制造业务新签合同额 417.53 亿元, 同比+11.88%。

➤ **看点一: 大力推进“海外优先”战略, 海外订单有望迎来高增**

公司积极参与国际合作和“一带一路”建设, 2022 年公司海外新签合同额 3060.5 亿元, 同比增长 18.95%, 2023H1 公司实现海外营收 292.89 亿元, 同比增长 10.07%。截至 2023 H1 末, 公司累计承接了 1000 多项海外工程, 多次刷新了中国对外工程承包单笔合同额最高纪录, 在全球知名品牌估值与咨询机构 BrandFinance 发布的《2023 年全球品牌价值 500 强报告》中排名第 101 位。中吉乌铁路预计 2024 年正式启动建设, 公司参与了中吉乌铁路前期规划研究, 有望充分发挥公司在铁路项目设计、施工中的经验, 参与到项目的下一步建设中。在“海外优先”的战略下, 我们看好公司未来海外订单有望持续高增。

➤ **看点二: 央企市值管理考核下有望迎来估值修复**

2024 年国资委将全面开展上市公司市值管理考核, 我们认为该举措有望引导央企更加重视控股上市公司的市场表现, 通过应用市场化增持、回购等手段传递信心、稳定预期, 央企上市公司有望开启估值重塑。公司作为八大建筑央企之一, 估值水平低于其他七家建筑央企, 看好在业绩稳步增长+央企市值管理考核的驱动下, 公司的估值水平将迎来修复。

➤ **投资建议:** 中国铁建作为国内基础设施建设领域的龙头, 工程承包等传统业务稳健增长, “海外优先”战略下海外收入有望迎来高增, 央企市值管理考核有望推动估值修复, 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 286.44/309.06/339.32 亿元, 现价对应 2023-2025 年 PE 分别为 4/4/3 倍, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 基建投资不及预期、国际经商环境变化、项目投资的风险。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1,096,313	1,142,652	1,219,014	1,323,388
增长率 (%)	7.5	4.2	6.7	8.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	26,642	28,644	30,906	33,932
增长率 (%)	7.9	7.5	7.9	9.8
每股收益 (元)	1.96	2.11	2.28	2.50
PE	4	4	4	3
PB	0.4	0.4	0.3	0.3

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 3 月 7 日收盘价)

推荐

首次评级

当前价格:

8.39 元



分析师 李阳

执业证书: S0100521110008

邮箱: liyang\_yj@mszq.com

# 目录

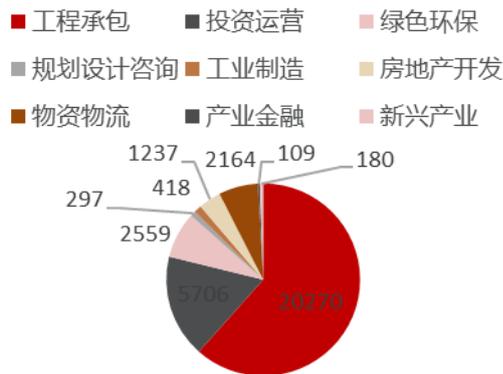
<b>1 公司发布 2023 年第四季度主要经营数据</b> .....	<b>3</b>
<b>2 传统业务稳健增长，新业务成长可期</b> .....	<b>4</b>
2.1 工程承包业务：受益基建需求持续增长 .....	4
2.2 规划设计咨询业务：毛利率水平较高且稳步提升 .....	6
2.3 房地产业务：销售实现逆势增长 .....	7
2.4 工业制造业务：营收与新签合同额持续增长 .....	8
<b>3 核心看点：大力推进“海外优先”战略，优质央企估值待修复</b> .....	<b>10</b>
3.1 大力推进“海外优先”战略，海外订单有望迎来高增 .....	10
3.2 优质央企估值待修复 .....	11
<b>4 盈利预测与投资建议</b> .....	<b>12</b>
<b>5 风险提示</b> .....	<b>15</b>
<b>插图目录</b> .....	<b>17</b>
<b>表格目录</b> .....	<b>17</b>

## 1 公司发布 2023 年第四季度主要经营数据

**公司发布 2023Q4 主要经营数据：**2023Q4 公司新签合同额达 15076.67 亿元，同比+7.59%。其中，工程承包业务新签合同额 8190.25 亿元，同比+3.06%，新签项目 2220 个，同比+15.26%；投资运营业务新签合同额 3587.38 亿元，同比-5.46%，新签项目 163 个，同比+55.24%；绿色环保业务新签合同额 1684.30 亿元，同比+125.54%，新签项目 226 个，同比+66.18%；规划设计咨询业务新签合同额 105.01 亿元，同比+37.21%，新签项目 2913 个，同比+38.32%；工业制造业务新签合同额 200.50 亿元，同比+47.39%；房地产开发业务新签合同额 479.76 亿元，同比-23.31%；物资物流业务新签合同额 724.27 亿元，同比+13.25%；产业金融业务新签合同额 22.70 亿元，同比-31.52%；新兴产业业务新签合同额 82.51 亿元，同比+479.85%。

**从全年来看，**2023 全年公司新签合同额达 32938.7 亿元，同比+1.51%。其中，工程承包业务新签合同额 20269.50 亿元，同比+8.82%，新签项目 5622 个，同比+6.16%；投资运营业务新签合同额 5705.83 亿元，同比-24.05%，新签项目 395 个，同比+35.27%；绿色环保业务新签合同额 2559.46 亿元，同比+34.24%，新签项目 465 个，同比+34.01%；规划设计咨询业务新签合同额 296.84 亿元，同比+0.78%，新签项目 10181 个，同比+14.81%；工业制造业务新签合同额 417.53 亿元，同比+11.88%；房地产开发业务新签合同额 1236.86 亿元，同比-5.81%；物资物流业务新签合同额 2164.30 亿元，同比-3.77%；产业金融业务新签合同额 108.80 亿元，同比-4.62%；新兴产业业务新签合同额 179.59 亿元，同比+196.98%。

图1：2023 年公司新签合同额分布情况（亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图2：2016-2023 年公司新签合同额情况



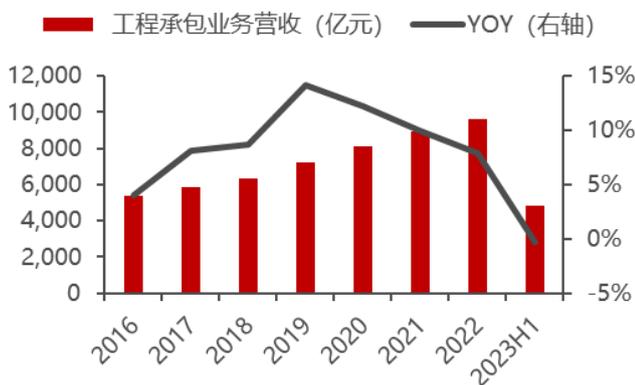
资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 2 传统业务稳健增长，新业务成长可期

### 2.1 工程承包业务：受益基建需求持续增长

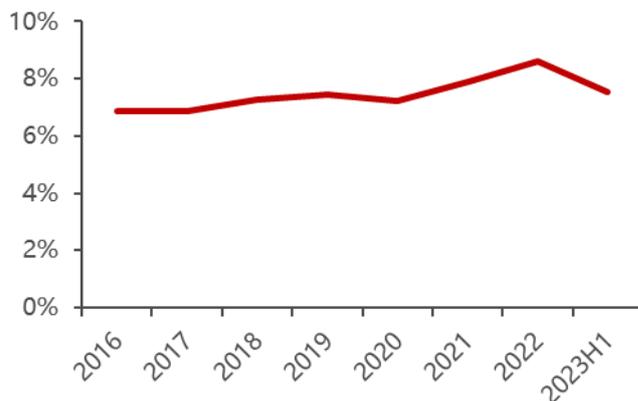
工程承包是公司的核心收入来源，业务范围覆盖铁路、公路、轨道交通、水利水电、房屋建筑、市政、桥梁、隧道、机场码头建设等多个领域。**营收方面**，2022年公司工程承包业务实现营收 9647.16 亿元，同比+7.93%；2023H1 实现营收 4834 亿元，同比-0.26%。**毛利率方面**，2022 年公司工程承包业务毛利率为 8.61%，同比+0.73pct；2023H1 毛利率为 7.53%，同比+0.43 pct。**订单方面**，2023 年公司工程承包业务新签合同额 20269.50 亿元，同比+8.82%，新签项目 5622 个，同比+6.16%。

图3：2016-2023H1 公司工程承包业务营收（亿元）



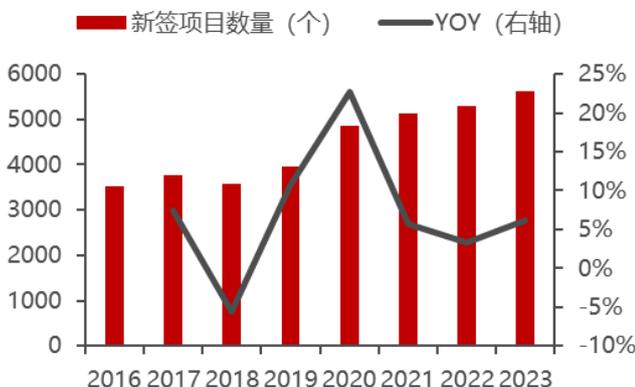
资料来源：iFind，民生证券研究院

图4：2016-2023H1 公司工程承包业务毛利率



资料来源：iFind，民生证券研究院

图5：2016-2023 年公司工程承包业务新签项目数



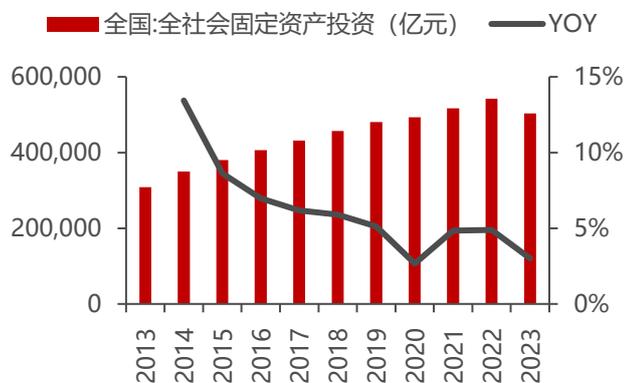
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图6：2016-2023 年公司工程承包业务新签合同额（亿元）



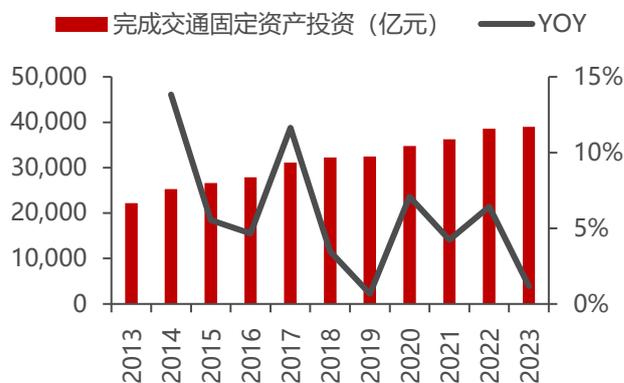
资料来源：公司公告，民生证券研究院

**铁路、公路、城轨、水利、地下空间等传统基础设施领域投资稳健增长。**2023年 年国家继续支持促进区域协调发展的重大工程，推进“两新一重”建设，交通、能源、水利等传统基建持续发力，数据中心、高铁轨交、5G、汽车充电桩等新基建成为新旧动能转换的重要抓手。国务院常务会议审议通过了《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》，将更好地发挥政府作用，加大对有关重点城市城中村改造的政策支持，积极创新改造模式，鼓励和支持民间资本共同参与。同时，我国将推进以县城为重要载体的城镇化建设，不断完善县城市政公用设施，夯实县城产业发展基础，健全县城公共服务体系。根据国家统计局数据，2023年全国固定资产投资 50.3 万亿元，同比+3%，其中基础设施投资增速为 5.9%。2023年全国完成交通固定资产投资 3.9 万亿元，其中，2023 年完成铁路固定资产投资 7645 亿元、2023 年 1-11 月完成公路水路固定资产投资 2.8 万亿元（预计全年超过 3 万亿元）。2023 年全国新建高速铁路 1700 公里，新建包括改扩建高速公路超过 7000 公里，新增及改善高等级航道 1000 公里，新增城市轨道交通运营里程超过 360 公里。基建作为扩内需、稳增长的重要支撑，我们预计 2024 年需求仍将维持高景气。

**图7：2013-2023 年全国固定资产投资额（亿元）**


资料来源：iFind，国家统计局，民生证券研究院

注：2023 年固定资产投资增速按可比口径计算（2023 年数据与上年已公布的同期数据之间存在不可比因素，不能直接相比计算增速）

**图8：2013-2023 年全国交通固定资产投资额（亿元）**


资料来源：iFind，交通运输部，民生证券研究院

图9：2013-2023 年全国铁路固定资产投资额 (亿元)



资料来源：iFind，民生证券研究院

图10：2013-2023 年全国公路水路固定资产投资额 (亿元)

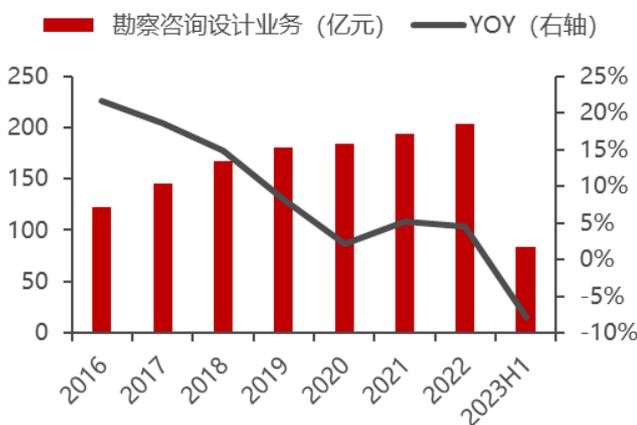


资料来源：iFind，民生证券研究院

## 2.2 规划设计咨询业务：毛利率水平较高且稳步提升

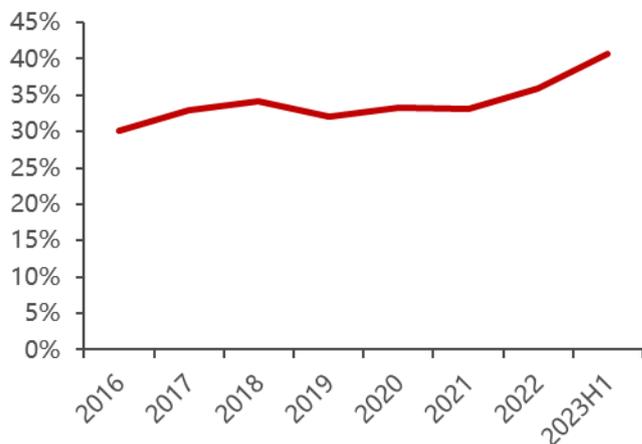
公司拥有 4 家拥有工程设计综合甲级资质的大型设计院和 24 家专业设计院 (不含 4 家大型设计院的子分公司)，规划设计咨询业务的范围包括提供铁路、城市轨道交通、公路、市政、工业与民用建筑、磁悬浮、水运、水电、机场、人防等领域的规划设计咨询服务，并不断向智能交通、现代有轨电车、城市综合管廊、城市地下空间、生态环境、绿色环保等新行业新领域拓展。**营收方面**，2022 年公司规划设计咨询业务实现营收 202.96 亿元，同比+4.51%；2023H1 实现营收 83.85 亿元，同比-7.94%。**毛利率方面**，2022 年公司规划设计咨询业务毛利率为 35.86%，同比+2.8pct；2023H1 毛利率为 40.63%，同比+4.39 pct。**订单方面**，2023 年公司规划设计咨询业务新签合同额 296.84 亿元，同比+0.78%，新签项目 10181 个，同比+14.81%。

图11：2016-2023H1 公司规划设计咨询业务营收 (亿元)



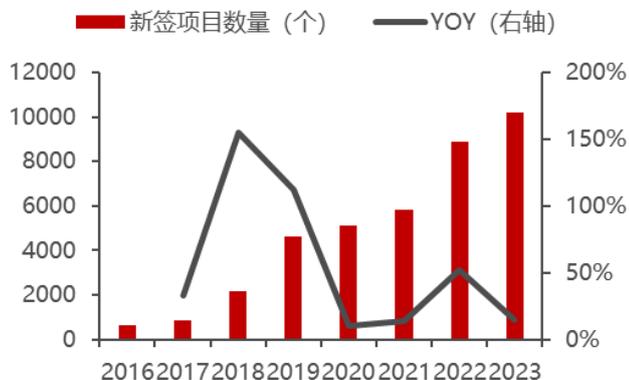
资料来源：iFind，民生证券研究院

图12：2016-2023H1 公司规划设计咨询业务毛利率



资料来源：iFind，民生证券研究院

图13: 2016-2023 年公司规划设计咨询业务新签项目数



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图14: 2016-2023 年规划设计咨询业务新签合同额 (亿)

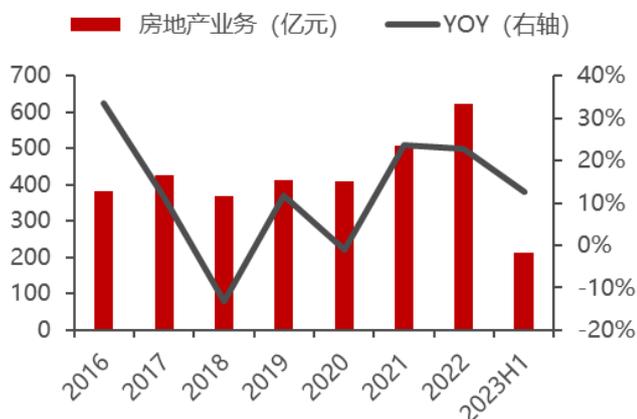


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

## 2.3 房地产业务: 销售实现逆势增长

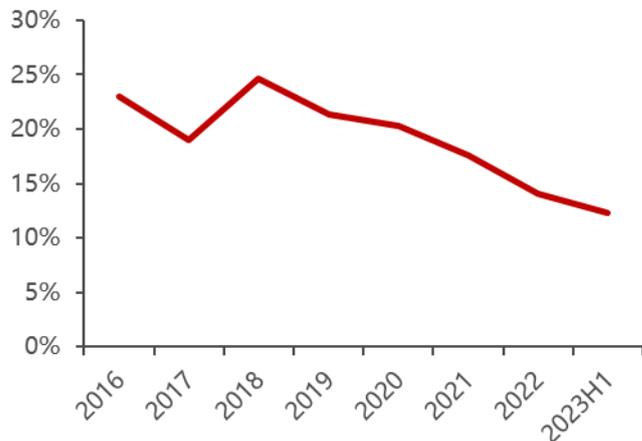
公司的房地产开发业务采取“以住宅开发为主, 其它产业为辅”的经营模式, 积极参与政府保障房、回购房开发建设, 在做强传统住宅开发业务的同时, 进一步拓展未来社区、TOD 等新兴业务领域。2023H1, 面对整体市场及外部环境持续下行压力, 公司房地产板块实现销售金额 533.7 亿元, 在全国房企中排名第 16 位。**营收方面**, 2022 年公司房地产业务实现营收 622.54 亿元, 同比+22.88%; 2023H1 实现营收 214.11 亿元, 同比+0.13%。**毛利率方面**, 2022 年公司房地产业务毛利率为 14%, 同比-3.56pct; 2023H1 毛利率为 12.32%, 同比-3.86 pct。**订单方面**, 2023 年公司房地产业务新签合同额 1237 亿元, 同比-5.81%。

图15: 2016-2023H1 公司房地产业务营收 (亿元)



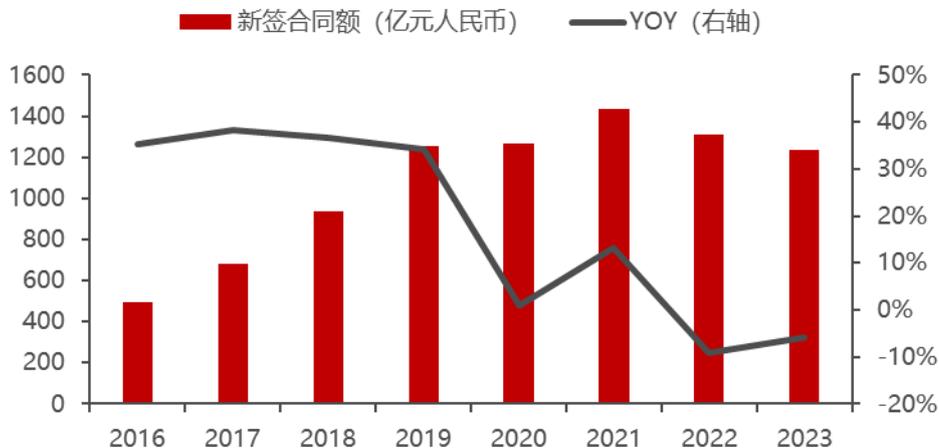
资料来源: iFind, 民生证券研究院

图16: 2016-2023H1 公司房地产业务毛利率



资料来源: iFind, 民生证券研究院

图17: 2016-2023 年公司房地产业务新签合同额 (亿元)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

## 2.4 工业制造业务: 营收与新签合同额持续增长

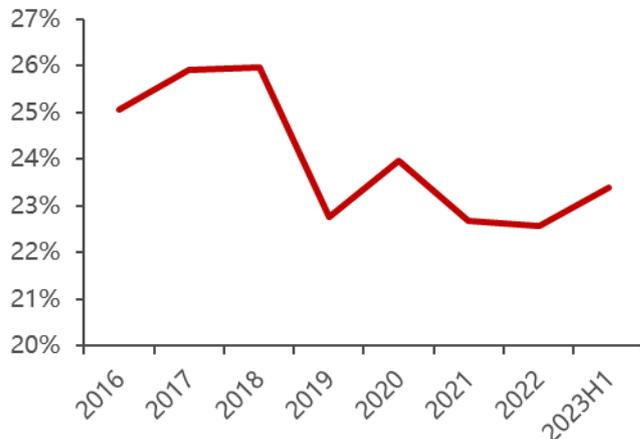
经过多年发展, 公司目前形成了“装备制造+材料生产+混凝土 PC 构件生产”的三大工业制造业务体系, 主要业务包括制造大型养路机械、地下施工设备、轨道施工设备、混凝土施工设备、起重设备、桥梁施工设备、压实设备、混凝土制品、桥梁钢结构、道岔及弹条扣件及铁路电气化接触网导线和零部件等, 公司自主研发的全球最大竖井掘进机“梦想号”, 入选了“2022 年度央企十大国之重器”。**营收方面**, 2022 年公司工业制造业务实现营收 247.32 亿元, 同比+13.13%; 2023H1 实现营收 121.65 亿元, 同比+12.61%。**毛利率方面**, 2022 年公司工业制造业务毛利率为 22.56%, 同比-0.11pct; 2023H1 毛利率为 23.38%, 同比-1.93 pct。**订单方面**, 2023 年公司工业制造业务新签合同额 417.53 亿元, 同比+11.88%。

图18: 2016-2023H1 公司工业制造业务营收 (亿元)



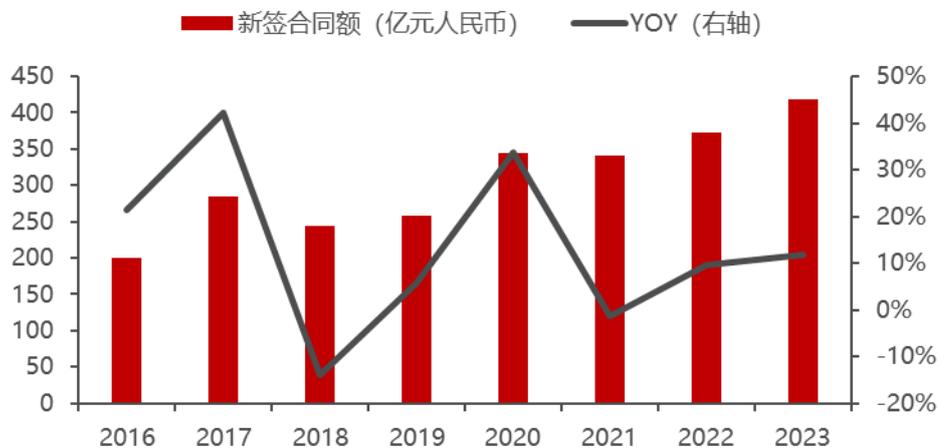
资料来源: iFind, 民生证券研究院

图19: 2016-2023H1 公司工业制造业务毛利率



资料来源: iFind, 民生证券研究院

图20: 2016-2023 年公司工业制造业务新签合同额 (亿元)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

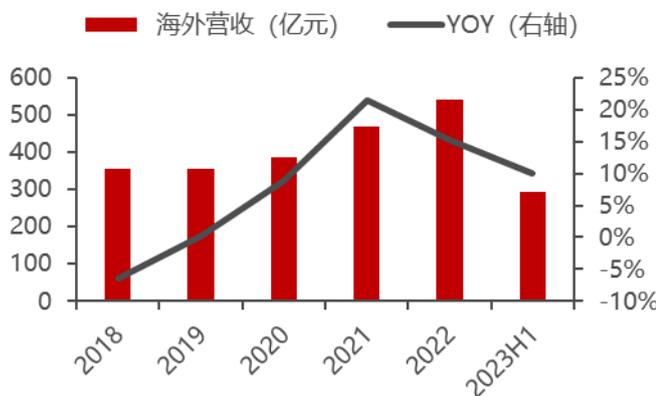
### 3 核心看点：大力推进“海外优先”战略，优质央企估值待修复

#### 3.1 大力推进“海外优先”战略，海外订单有望迎来高增

公司大力实施“海外优先”战略,打造了 CRCC 和 CCECC 两个国际知名品牌,积极参与国际合作和“一带一路”建设。2022 年公司海外新签合同额 3060.5 亿元,同比增长 18.95%,其中,非洲占比约 55%,亚洲占比约 26%,拉美占比约 12%,其他区域占比约 7%。非洲的尼日利亚、阿尔及利亚、安哥拉等产油国是公司的传统核心优势市场,近几年公司加大“一带一路”国家尤其是中东、东南亚、中亚国家的市场开拓力度,卡塔尔世界杯主体育场卢赛尔体育场,阿联酋铁路二期主线,迪拜蓝天酒店主体结构等大批重大项目享誉中东。2024 年 2 月,吉尔吉斯斯坦国家投资局在比什凯克举行的新闻发布会上表示,中吉乌铁路将于 2024 年开工。公司参与了中吉乌铁路前期规划研究,有望充分发挥公司在铁路项目设计、施工中的经验,参与到项目的下一步建设中。

2023H1 公司实现海外营收 292.89 亿元,同比增长 10.07%,截至 2023 H1 末,公司累计承接 1000 多项海外工程,多次刷新中国对外工程承包单笔合同额最高纪录,公司在全球知名品牌估值与咨询机构 BrandFinance 发布的《2023 年全球品牌价值 500 强报告》中排名第 101 位。2023 年公司海外新签合同额 2528.5 亿元,同比减少 17.38%。在“海外优先”的战略下,我们看好公司未来海外订单有望持续高增。

图21：2018-2023H1 公司海外营收及增速



资料来源：iFind，民生证券研究院

图22：2017-2023 年公司境外新签订单及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 3.2 优质央企估值待修复

**2024 年国资委将全面开展上市公司市值管理考核。**2024 年 1 月 29 日，在中央企业、地方国资委考核分配工作会议上，国务院国资委表示将在前期试点探索、积累经验的基础上，全面推开上市公司市值管理考核，坚持过程和结果并重、激励和约束对等，量化评价中央企业控股上市公司市场表现，客观评价企业市值管理工作举措和成效，同时对踩红线、越底线的违规事项加强惩戒，引导企业更加重视上市公司的内在价值和市场表现，传递信心、稳定预期，更好地回报投资者。中央企业全面实施“一企一策”考核，统筹共性量化指标与个体企业差异性，在坚持“一利五率”基础上，根据企业功能定位、行业特点、承担重大任务等情况，增加反映价值创造能力的针对性考核指标，“一企一策”签订个性化经营业绩责任书，着力提升考核精准性有效性。

我们认为央企市值管理考核的全面开展有望引导央企更加重视控股上市公司的市场表现，通过应用市场化增持、回购等手段传递信心、稳定预期，央企上市公司有望开启估值重塑。当前公司估值水平低于其他七家建筑央企，看好在业绩稳步增长+央企市值管理考核的驱动下，公司的估值水平或将迎来修复。

## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测假设与业务拆分

#### 关键假设:

**工程承包业务:** 23H1 公司工程承包业务收入 4834 亿元, 同比-0.26%。我们看好未来公司该业务收入随着新签合同额同步增长, 参考往年 H2 的工程承包收入表现要优于 H1, 预计 2023-2025 年公司工程承包业务收入分别为 10054.73、10708.29、11618.49 亿元, 同比增速分别为 4%、6%、9%。预计 2023-2025 年毛利率分别为 7.55%、8.00%、8.00%。

**工业制造业务:** 23H1 公司工业制造业务收入 121.65 亿元, 同比+12.61%。2024 年 3 月 1 日国务院通过的《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》中提出有序推进重点行业设备(含建筑和市政基础设施领域设备)的更新改造, 在新一轮“设备更新”政策的驱动下, 我们看好公司该业务有望迎来较快增长, 预计 2023-2025 年公司工业制造业务收入分别为 267.62、307.77、353.93 亿元, 同比增速分别为 8%、15%、15%。预计 2023-2025 年毛利率分别为 23.3%、23.0%、23.0%。

**房地产业务:** 23H1 公司房地产业务收入 214.11 亿元, 同比+0.13%, 公司积极参与政府保障房、回购房开发建设, 房地产业务有望维持小幅增长, 我们预计 2023-2025 年公司房地产业务收入分别为 642.34、674.46、708.18 亿元, 同比增速分别为 3%、5%、5%。预计 2023-2025 年毛利率分别为 12.3%、13.0%、13.0%。

**勘察咨询设计业务:** 23H1 公司勘察咨询设计业务收入 83.85 亿元, 同比-7.94%, 我们看好“十四五”期间基建的稳增长持续拉动公司该业务需求, 预计 2023-2025 年公司勘察咨询设计业务收入分别为 209.63、222.21、239.98 亿元, 同比增速分别为 3%、6%、8%。预计 2023-2025 年毛利率维持在 40%。

**其他业务:** 公司的其他业务主要包括物流贸易业务、金融保险经纪业务和高速公路运营服务等, 23H1 公司其他业务收入 452.44 亿元, 同比+1.63%。我们看好公司在绿色环保、新兴产业等领域的新签合同额高增为其他业务的收入增长提供动力, 预计 2023-2025 年公司其他业务收入分别为 990.85、1089.93、1198.93 亿元, 同比增速分别为 4%、10%、10%。预计 2023-2025 年毛利率保持在为 8% 的水平。

表1：公司营收拆分-假设表

主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>工程承包业务</b>					
收入 (亿元)	8938.20	9647.16	10054.73	10708.29	11618.49
YoY	10%	8%	4%	6%	9%
毛利率	7.88%	8.61%	7.55%	8.00%	8.00%
<b>房地产</b>					
收入 (亿元)	506.62	622.54	642.34	674.46	708.18
YoY	24%	23%	3%	5%	5%
毛利率	17.56%	14.00%	12.30%	13.00%	13.00%
<b>工业制造业务</b>					
收入 (亿元)	169.06	191.53	267.62	307.77	353.93
YoY	21%	13%	8%	15%	15%
毛利率	22.67%	22.56%	23.30%	23.00%	23.00%
<b>勘察咨询设计业务</b>					
收入 (亿元)	194.20	202.96	209.63	222.21	239.98
YoY	5%	5%	3%	6%	8%
毛利率	33.06%	35.86%	40.00%	40.00%	40.00%
<b>其他业务</b>					
收入 (亿元)	1037.23	954.99	990.85	1089.93	1198.93
YoY	35%	-8%	4%	10%	10%
毛利率	7.65%	7.43%	8.00%	8.00%	8.00%
<b>内部抵消</b>					
收入 (亿元)	-694.78	-711.83	-738.65	-812.51	-885.64
YoY	22%	2%	4%	10%	9%
毛利率	-1.12%	-1.65%	-2.50%	-2.00%	-2.00%
<b>合计</b>					
收入 (亿元)	10200.10	10963.13	11426.52	12190.14	13233.88
YoY	12%	7%	4%	7%	9%
毛利率	9.60%	10.09%	9.47%	9.91%	9.92%

资料来源: iFind, 民生证券研究院预测

## 4.2 估值分析与投资建议

根据公司业务属性,我们选择同为八大建筑央企的中国建筑、中国中铁、中国交建、中国电建、中国化学、中国中冶、中国能建作为可比公司,截至2024年3月7日收盘数据,可比公司对应2023-2025年平均PE分别为7x、6x、5x。公司2023-2025年对应PE分别为4x、4x、3x,低于可比公司平均水平,存在一定估值修复空间。

**表2: 可比公司 PE 对比**

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
601868.SH	中国能建	2.16	0.19	0.22	0.26	11	10	8
601669.SH	中国电建	5.07	0.76	0.88	1.02	7	6	5
601117.SH	中国化学	7.01	0.98	1.15	1.34	7	6	5
601668.SH	中国建筑	5.30	1.31	1.44	1.57	4	4	3
601390.SH	中国中铁	6.45	1.40	1.56	1.74	5	4	4
601800.SH	中国交建	8.30	1.30	1.44	1.60	6	6	5
601618.SH	中国中冶	3.33	0.59	0.68	0.78	6	5	4
	平均					7	6	5
601186.SH	中国铁建	8.39	2.13	2.35	2.59	4	4	3

资料来源: wind, 民生证券研究院

注: 可比公司数据采用 wind 一致预期 (180 天), 股价时间为 2024 年 3 月 7 日

**投资建议:** 中国铁建作为国内基础设施建设领域的龙头, 工程承包等传统业务稳健增长, “海外优先” 战略下海外收入有望迎来高增, 央企市值管理考核有望推动估值修复, 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 286.44/309.06/339.32 亿元, 现价对应 2023-2025 年 PE 分别为 4/4/3 倍, 首次覆盖, 给予 “推荐” 评级。

## 5 风险提示

**1) 基建投资不及预期的风险。**公司收入来源以基建业务为主，与固定资产投资关联性高，若固定资产投资不及预期，可能影响公司收入增长。

**2) 国际经商环境变化的风险。**公司大力发展海外业务，若国际环境日趋复杂，地区冲突加剧，不稳定性、不确定性增加，公司面临的国际化经营外部风险或将加大。

**3) 项目投资的风险。**公司投资业务主要集中在房地产和 PPP 项目，普遍具有投资规模大、建设周期长、涉及领域广、复杂程度高、工期和质量要求严等特点。在国际宏观环境、国家和地方政府政策调控力度加大、金融监管趋严、债务压力增大、市场竞争加剧等内外部形势影响下，可能影响预期效益和战略目标实现。

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,096,313	1,142,652	1,219,014	1,323,388
营业成本	985,748	1,034,444	1,098,268	1,192,131
营业税金及附加	4,173	4,571	4,876	5,294
销售费用	6,642	7,427	8,533	9,264
管理费用	21,873	23,424	25,721	27,923
研发费用	25,004	22,282	27,428	29,115
EBIT	47,804	48,147	51,407	56,985
财务费用	3,578	2,028	2,245	4,660
资产减值损失	-3,051	-1,024	-1,805	-1,960
投资收益	-4,666	-4,571	-3,657	-2,647
营业利润	37,402	40,635	43,817	47,847
营业外收支	423	450	250	250
利润总额	37,824	41,085	44,067	48,097
所得税	6,072	6,574	6,830	7,214
净利润	31,753	34,511	37,236	40,882
归属于母公司净利润	26,642	28,644	30,906	33,932
EBITDA	68,599	70,960	78,266	85,817

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	158,425	173,987	198,789	225,414
应收账款及票据	149,725	159,289	169,668	184,537
预付款项	27,474	29,999	31,850	34,572
存货	299,819	339,071	359,269	389,974
其他流动资产	374,610	386,747	408,684	438,668
流动资产合计	1,010,052	1,089,093	1,168,260	1,273,164
长期股权投资	127,985	127,985	127,985	127,985
固定资产	66,086	77,503	87,037	96,366
无形资产	62,531	62,563	62,471	62,377
非流动资产合计	513,899	552,157	558,211	566,239
资产合计	1,523,951	1,641,250	1,726,471	1,839,403
短期借款	51,368	69,368	69,368	69,368
应付账款及票据	515,176	521,473	553,648	600,965
其他流动负债	368,094	397,263	417,937	446,300
流动负债合计	934,638	988,104	1,040,952	1,116,633
长期借款	133,415	161,974	161,974	161,974
其他长期负债	69,882	70,905	70,060	71,519
非流动负债合计	203,298	232,879	232,034	233,493
负债合计	1,137,935	1,220,983	1,272,986	1,350,126
股本	13,580	13,580	13,580	13,580
少数股东权益	95,532	101,399	107,729	114,679
股东权益合计	386,016	420,267	453,485	489,277
负债和股东权益合计	1,523,951	1,641,250	1,726,471	1,839,403

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	7.48	4.23	6.68	8.56
EBIT 增长率	20.45	0.72	6.77	10.85
净利润增长率	7.90	7.51	7.90	9.79
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	10.09	9.47	9.91	9.92
净利润率	2.43	2.51	2.54	2.56
总资产收益率 ROA	1.75	1.75	1.79	1.84
净资产收益率 ROE	9.17	8.98	8.94	9.06
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.08	1.10	1.12	1.14
速动比率	0.40	0.41	0.43	0.44
现金比率	0.17	0.18	0.19	0.20
资产负债率 (%)	74.67	74.39	73.73	73.40
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	47.02	50.00	50.00	50.00
存货周转天数	111.02	120.00	120.00	120.00
总资产周转率	0.76	0.72	0.72	0.74
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.96	2.11	2.28	2.50
每股净资产	21.39	23.48	25.46	27.59
每股经营现金流	4.13	2.93	5.40	5.89
每股股利	0.28	0.30	0.30	0.37
<b>估值分析</b>				
PE	4	4	4	3
PB	0.4	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA	4.64	4.48	4.06	3.71
股息收益率 (%)	3.26	3.50	3.44	4.36

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	31,753	34,511	37,236	40,882
折旧和摊销	20,795	22,813	26,859	28,832
营运资金变动	-6,583	-32,241	-7,322	-8,559
经营活动现金流	56,135	39,854	73,333	80,007
资本开支	-27,791	-28,293	-29,613	-32,703
投资	-36,628	-16,917	0	0
投资活动现金流	-55,646	-60,196	-33,270	-35,350
股权募资	34,975	0	0	0
债务募资	39,220	44,805	0	0
筹资活动现金流	33,894	35,905	-15,261	-18,033
现金净流量	34,774	15,562	24,802	26,624

## 插图目录

图 1: 2023 年公司新签合同额分布情况 (亿元)	3
图 2: 2016-2023 年公司新签合同额情况	3
图 3: 2016-2023H1 公司工程承包业务营收 (亿元)	4
图 4: 2016-2023H1 公司工程承包业务毛利率	4
图 5: 2016-2023 年公司工程承包业务新签项目数	4
图 6: 2016-2023 年公司工程承包业务新签合同额 (亿元)	4
图 7: 2013-2023 年全国固定资产投资额 (亿元)	5
图 8: 2013-2023 年全国交通固定资产投资额 (亿元)	5
图 9: 2013-2023 年全国铁路固定资产投资额 (亿元)	6
图 10: 2013-2023 年全国公路水路固定资产投资额 (亿元)	6
图 11: 2016-2023H1 公司规划设计咨询业务营收 (亿元)	6
图 12: 2016-2023H1 公司规划设计咨询业务毛利率	6
图 13: 2016-2023 年公司规划设计咨询业务新签项目数	7
图 14: 2016-2023 年规划设计咨询业务新签合同额 (亿)	7
图 15: 2016-2023H1 公司房地产业务营收 (亿元)	7
图 16: 2016-2023H1 公司房地产业务毛利率	7
图 17: 2016-2023 年公司房地产业务新签合同额 (亿元)	8
图 18: 2016-2023H1 公司工业制造业务营收 (亿元)	8
图 19: 2016-2023H1 公司工业制造业务毛利率	8
图 20: 2016-2023 年公司工业制造业务新签合同额 (亿元)	9
图 21: 2018-2023H1 公司海外营收及增速	10
图 22: 2017-2023 年公司境外新签订单及增速	10

## 表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司营收拆分-假设表	13
表 2: 可比公司 PE 对比	14
公司财务报表数据预测汇总	16

## 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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026