

# 中国铁建 (601186)

## “投建营”一体化发展，新兴产业加快拓展 买入 (首次)

2023年05月26日

证券分析师 黄诗涛  
执业证书: S0600521120004  
huangshitao@dwzq.com.cn  
证券分析师 房大磊  
执业证书: S0600522100001  
fangdl@dwzq.com.cn  
证券分析师 石峰源  
执业证书: S0600521120001  
shify@dwzq.com.cn  
证券分析师 任婕  
执业证书: S0600522070003  
renj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	1,096,313	1,217,981	1,329,776	1,456,439
同比	7%	11%	9%	10%
归属母公司净利润 (百万元)	26,642	29,323	33,186	36,609
同比	8%	10%	13%	10%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.96	2.16	2.44	2.70
P/E (现价&最新股本摊薄)	5.02	4.56	4.03	3.65

关键词: #比同类公司便宜

### 投资要点

- 公司前身是铁道兵，在高原铁路、高速铁路、高速公路、桥梁、隧道和城市轨道交通工程设计与建设领域确立了行业领导地位。中国铁建是全球最具实力、规模的特大型综合建设集团之一，2016年新签合同额首次突破万亿元大关，2019年新签合同额突破2万亿元，2022年《财富》“世界500强企业”排名第39位、“全球250家最大承包商”排名第3位、“中国企业500强”排名第11位。2022年铁建新签合同总额3.25万亿元，同比+15.09%。
- 基建业务: 订单结构优化，水利及电力工程业务增长迅速。1-3月广义/狭义基建保持+10.8%/+8.8%的高增长，预计基建为今年经济增长的重要抓手。  
(1) 工程承包业务: 传统基建稳定发展，经营结构持续优化。2022年铁路/公路工程相关业务新签合同额同比增长30.20%/52.29%，传统优势基建项目维持稳定增长。同时，公司订单结构持续优化，在矿山开采、水利水运、机场工程、电力工程等领域新签订单也有较大增幅，2022年水利水运工程/电力工程新签合同额分别同比增长95.27%/290.73%，水利及电力工程的贡献度显著增加。  
(2) 非工程承包业务: 加快非工程承包和新兴产业拓展，向“投建营”一体化转型。投资运营业务方面，公司旗下的中国铁建投资集团有限公司、中国铁建昆仑投资等公司业务领域涵盖了交通、市政、环保等多个领域，在高速公路运营等领域优势显著。2022年7月公司发行的国金中国铁建REIT上市构建“投资-建设-运营-出售”运作模式有助于盘活存量资产、优化经营指标；绿色环保业务方面，中国铁建聚焦流域治理、水环境综合治理、建筑垃圾资源化、抽水蓄能、海上风电等细分领域开展项目投资、建设、运营，坚持绿色低碳转型发展道路，绿色环保业务发展较快。
- 共建“一带一路”加速推进，公司22年海外新签规模位居八大央企之首。  
(1) 为落实“一带一路”倡议，铁建2018年推出“海外优先”战略，逐步形成了“3+5+N”的出海队形，协同作战，抱团出海。自2019年开始，中国铁建的海外新签合同额位居八大央企之首，2022年境外业务新签合同额3,060.5亿元，占新签合同总额的9.43%；  
(2) 过往“一带一路”政策带动我国与沿线国家基建合作明显增加，今年是“一带一路”十周年，有望充分把握历史性机遇。
- 盈利预测与投资评级: 当前公司估值水平处于历史中枢偏下位置，5月25日收盘价对应的PB-LF为0.568倍，对应PE-TTM为4.967倍，处于历史区间20-30%分位之间。当前稳增长主线清晰，基建链条景气维持高位，房建及房地产开发景气筑底复苏，“一带一路”相关政治、经济政策落地将提振建筑公司海外业务成长长期，国企改革加速推进，看好公司估值持续修复机会。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别293/332/366亿元，对应PE分别为4.6X/4.0X/3.7X，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示: 基建投资增速不及预期的风险、“一带一路”提振海外业务不及预期、国企改革推进不及预期、新业务拓展不及预期的风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	9.85
一年最低/最高价	6.83/13.08
市净率(倍)	0.57
流通 A 股市值(百万元)	113,306.97
总市值(百万元)	133,758.48

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	17.35
资产负债率(% ,LF)	75.49
总股本(百万股)	13,579.54
流通 A 股(百万股)	11,503.25

### 相关研究

## 内容目录

1. 中国铁建：“投建营”一体化发展，新兴产业加快拓展 .....	5
1.1. 前身为铁道兵，逐步发展成为综合性建筑央企 .....	5
1.2. 业绩稳健增长，推动公司向高质量发展转变 .....	6
2. 基建业务：订单结构优化，水利及电力工程业务增长迅速 .....	8
2.1. 基建为“稳增长”重要支撑，房建结构有望受益于新型城镇化实现优化 .....	8
2.1.1. 基建：“稳增长”推动基建实物工作量加速落地，行业集中度加速提升 .....	9
2.1.2. 房建：竣工受益于保交楼加速回暖，新开工仍承压，非住宅业态有望扩容 .....	10
2.2. 工程承包业务：传统基建稳定发展，经营结构持续优化 .....	11
2.3. 加快非工程承包和新兴产业拓展，向“投建营”一体化转型 .....	15
2.3.1. 投资运营业务：坚持投建营一体化方向发展，提升投资与运营业务专业化程度 .....	15
2.3.2. 绿色环保业务：新签快速发展，为公司增长提供新动能 .....	19
3. “一带一路”倡议提出十周年，国际工程加速复苏 .....	20
4. 房地产开发业务：坚持稳健经营，毛利率有所承压 .....	23
5. 物资物流业务：领先的铁路工程物流物资服务商，加快新兴业务开拓 .....	25
6. 工业制造业务：专业装备制造优势突出，订单稳健增长 .....	25
7. 盈利预测和投资建议 .....	27
8. 风险提示 .....	29

## 图表目录

图 1: 中国铁建历史沿革.....	5
图 2: 中国铁建股权结构图 (截至 2023 年 Q1 末) .....	6
图 3: 中国铁建“十四五”发展战略与规划 .....	6
图 4: 公司营业收入及增速.....	7
图 5: 公司归母净利润及增速.....	7
图 6: 中国铁建营收结构占比.....	7
图 7: 中国铁建毛利结构占比 (2022 年) .....	7
图 8: 中国铁建新签订单额变动.....	8
图 9: 2022 年中国铁建新签订单结构.....	8
图 10: 中国铁建经营现金净流量及净现比.....	8
图 11: 中国铁建净利率、ROE 及资产负债率.....	8
图 12: 出口/零售/房地产投资同比增速情况 .....	9
图 13: 广义/狭义基建投资高基数下同比继续高增 .....	9
图 14: 今年 1-3 月全国专项债发行与去年同期体量基本持平 (亿元) .....	10
图 15: 三大类基建投资累计同比增速情况.....	10
图 16: 建筑业 PMI: 商务活动指数 .....	10
图 17: 建筑业 PMI: 业务预期指数 .....	10
图 18: 房地产开发投资完成额和建筑工程分项累计同比增速.....	11
图 19: 房屋新开工与竣工面积累计同比增速.....	11
图 20: 各类房屋竣工面积及同比增速 (亿平) .....	11
图 21: 各类房屋竣工面积占比情况.....	11
图 22: 基础设施建设领域新签合同结构 (2022 年) .....	12
图 23: 2022 年公司分业务新签合同额 (亿元) .....	12
图 24: 全国铁路投资额及变动情况.....	13
图 25: 中国铁建铁路工程新签合同额及变动.....	13
图 26: 全国公路投资额及增速.....	13
图 27: 中国铁建公路工程新签合同额及变动.....	13
图 28: 中国铁建房建业务新签合同额及变动.....	14
图 29: 中国铁建房建业务毛利率变动情况.....	14
图 30: 中国铁建水利电力工程新签合同额变动情况 (亿元) .....	14
图 31: 绿色环保业务新签订单及增速情况.....	15
图 32: 投资运营业务新签订单及增速情况.....	15
图 33: 铁建投资运营产业相关业务.....	16
图 34: 中国铁建昆仑投资运营产业相关业务.....	17
图 35: 八大央企特许经营权资产占总资产比例.....	17
图 36: 中国铁建特许经营权资产账面价值 (亿元) .....	17
图 37: 国金中国铁建高速 REIT 整体架构.....	19
图 38: 中国铁建绿色环保业务涉及多个领域.....	20
图 39: “一带一路”推动沿线国家工程合作占比提升 .....	21
图 40: “一带一路”推动沿线国家工程合作规模提升 .....	21
图 41: 建筑央企 2022 年海外新签合同额对比 (亿元) .....	21

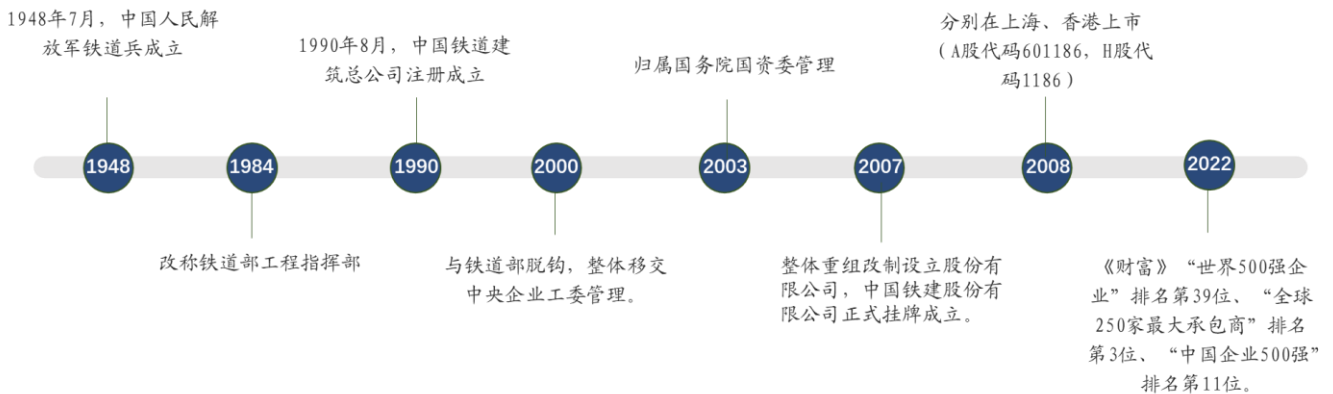
图 42:	中国铁建境外新签合同额及增速.....	21
图 43:	中国铁建 2022 年竣工验收项目区域分布.....	22
图 44:	中国铁建 2022 年在建项目区域分布.....	22
图 45:	公司房地产开发业务营业收入及增速.....	24
图 46:	公司房地产开发业务毛利额及毛利率变动.....	24
图 47:	公司房地产开发业务销售额.....	24
图 48:	公司房地产开发业务销售面积情况.....	24
图 49:	公司持有待开发土储规模（万平）.....	24
图 50:	公司 2022 持有待开发土储地区分布情况（万平）.....	24
图 51:	中铁物资集团主要业务板块.....	25
图 52:	铁建重工主要产品矩阵.....	26
图 53:	工业制造业务新签合同额及增速变动.....	27
图 54:	工业制造业务营收规模及增速.....	27
图 55:	中国铁建 PE-Band（截至 2023 年 5 月 25 日）.....	28
图 56:	中国铁建 PB-Band（截至 2023 年 5 月 25 日）.....	29
表 1:	五年规划中对铁路营业里程的规划.....	12
表 2:	国金中国铁建 REIT 关键要素说明.....	18
表 3:	公司 2022 年重大境外经营合同（亿元）.....	22
表 4:	公司分业务收入及成本预测表.....	27
表 5:	可比公司盈利预测与估值（截至 2023 年 5 月 25 日）.....	29

## 1. 中国铁建：“投建营”一体化发展，新兴产业加快拓展

### 1.1. 前身为铁道兵，逐步发展成为综合性建筑央企

中国铁道建筑集团有限公司的前身是中国人民解放军铁道兵，现为国务院国有资产监督管理委员会管理的特大型建筑企业，2007年11月5日在北京独家发起设立中国铁建股份有限公司，2008年3月10日、13日分别在上海证券交易所和香港联交所上市（A股代码601186、H股代码1186）。中国铁建是全球最具实力、规模的特大型综合建设集团之一，2016年新签合同额首次突破万亿元大关，2019年新签合同额突破2万亿元，2022年《财富》“世界500强企业”排名第39位、“全球250家最大承包商”排名第3位、“中国企业500强”排名第11位。

图1：中国铁建历史沿革

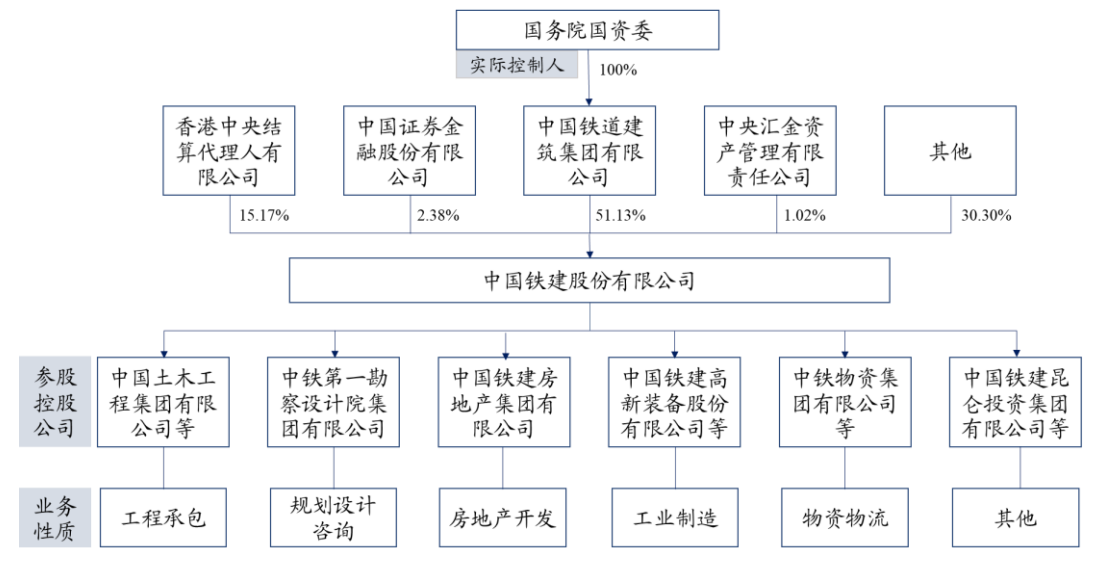


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

中国铁建控股股东为中国铁道建筑集团有限公司，持股比例为 51.13%，实际控制人为国务院国资委，持股比例为 51.13%。中国铁建业务范围较广，涵盖工程承包、规划设计咨询、投资运营、房地产开发、工业制造、物资物流、绿色环保、产业金融及其他新兴产业，其经营范围遍及全国 32 个省、自治区、直辖市以及全球 139 个国家和地区。此外，中国铁建在铁路、公路、城市轨道交通、房建、市政等众多领域具备全产业链服务能力，在高原铁路、高速铁路、高速公路、桥梁、隧道和城市轨道交通工程设计及建设领域也处于行业领导地位。公司连续入选《财富》杂志“世界 500 强”企业，2022 年排名第 39 位；连续入选“中国企业 500 强”，2022 年排名第 11 位；在美国《工程新闻纪录》（ENR）杂志公布的“全球 250 家最大承包商”中稳居前 3 位；连续入选 ENR “全球工程设计企业 150 强”，2022 年排名第 14 位。



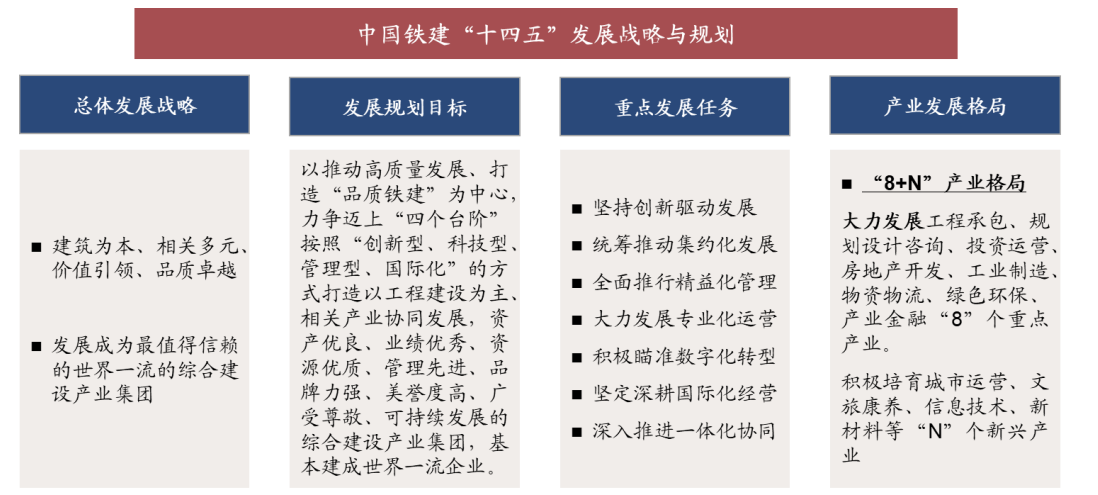
图2：中国铁建股权结构图（截至 2023 年 Q1 末）



数据来源：WIND，东吴证券研究所

中国铁建于 2021 年出台“十四五”发展战略规划，提出“建筑为本、相关多元、价值引领、品质卓越，发展成为最值得信赖的世界一流综合建设产业集团”的**总体发展战略**，坚持多元协同发展，将绿色环保产业上升为新的核心产业，统筹推进“一创六化”**七大重点发展任务**，构建形成“8+N”**产业发展新格局**。2022 年，中国铁建加快推动实施“十四五”战略规划，持续完善三级战略管理体系，全产业链核心优势更加巩固，区域布局更趋合理，公司继续完善“8+N”产业发展格局，推动产业转型升级以加快建设世界一流企业。

图3：中国铁建“十四五”发展战略与规划



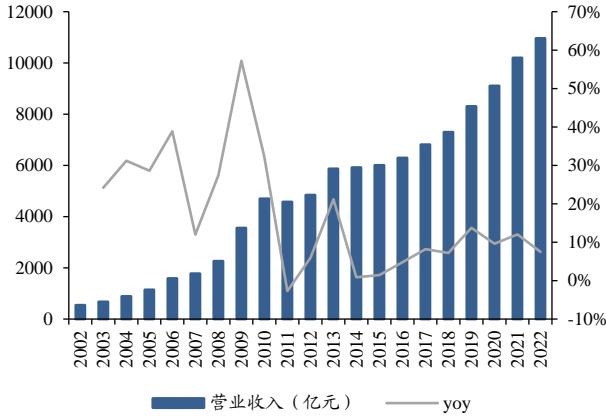
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

## 1.2. 业绩稳健增长，推动公司向高质量发展转变

**营收规模持续稳健增长。**得益于国内外基建的快速发展，公司近十年来营收与利润

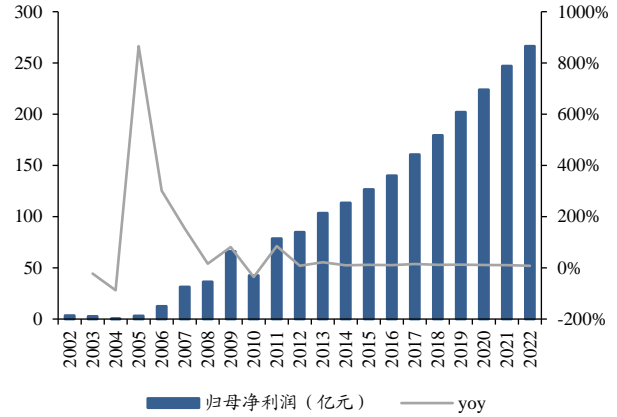
规模持续增长，2022 年公司实现营业收入 10963.13 亿元，同比增长 7.48%，2017 年至 2022 年 5 年 CAGR 为 9.99%；实现归母净利润 266.42 亿元，同比增长 7.90%，2017 年至 2022 年 5 年 CAGR 为 10.66%。

图4：公司营业收入及增速



数据来源：WIND，东吴证券研究所

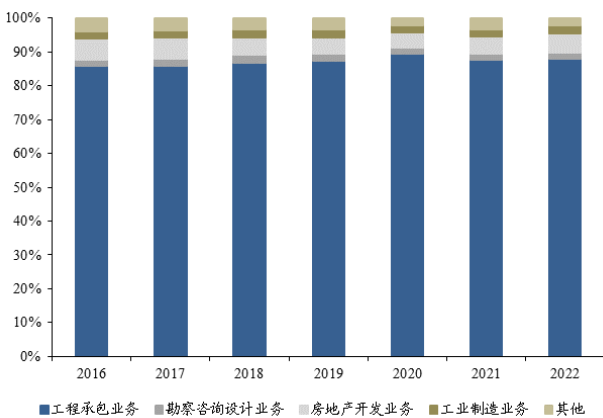
图5：公司归母净利润及增速



数据来源：WIND，东吴证券研究所

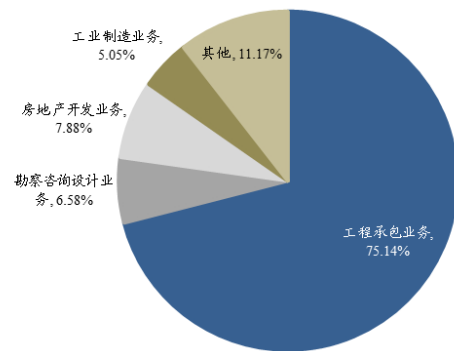
公司主营业务包括工程承包业务、勘察咨询设计业务、房地产开发业务、工业制造业务和其他业务，收入结构整体保持稳定。分业务来看，**1) 工程承包业务**一直是公司的核心业务，2004 年以来，工程承包业务营收占比均在 75%以上，毛利贡献始终在 60%以上，2016 年后工程承包业务毛利占比不断提升，2022 年毛利占比达到 75.13%；**2) 勘察咨询设计业务**营收占比存在波动，总体维持在 2%左右，该业务盈利能力较强，2022 年毛利率达到 35.86%，近五年毛利占比处于 6%-7%，整体较为稳定；**3) 房地产开发业务**营收占比波动较大，2022 年营收占比为 5.68%，2016 年后毛利占比持续下降，2022 年房地产开发业务毛利率和毛利占比均为历史最低点，分别为 14%和 7.88%；**4) 工业制造业务**近五年营收占比较为稳定，总体维持在 2%左右，毛利率始终在 20%以上。

图6：中国铁建营收结构占比



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图7：中国铁建毛利结构占比（2022年）



数据来源：WIND，东吴证券研究所

新签合同额稳步增长，绿色环保业务增速较快。2022年，中国铁建新签合同总额32,450.011亿元，同比增长15.09%。其中，占比最高的工程承包业务同比增长11.23%；增速最快的是绿色环保业务，2022年新签合同额同比增长50.39%，主要系中国铁建积极践行绿色理念、“双碳”要求，绿色转型节奏不断加快。

图8：中国铁建新签订单额变动

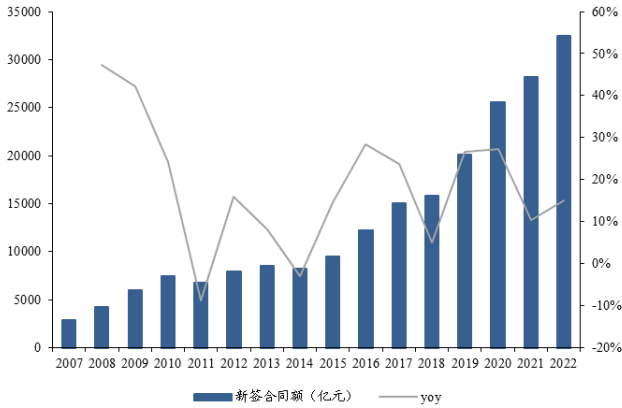
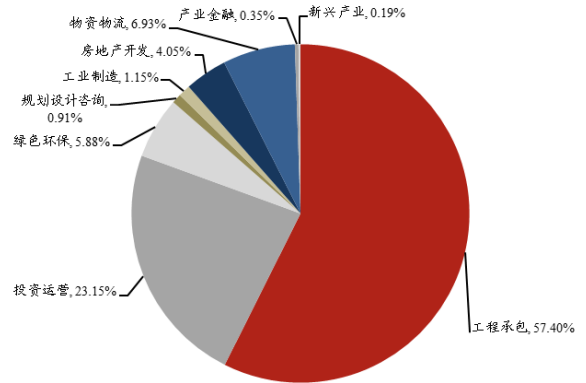


图9：2022年中国铁建新签订单结构



数据来源：WIND，东吴证券研究所

数据来源：WIND，东吴证券研究所

经营性现金流同比大幅改善，ROE水平保持稳定。2022年公司经营性现金流净额为561.35亿元，较2021年同期多流入634.39亿元，经营性现金流改善较为显著，主要系销售商品、提供劳务收到的现金增加所致。净现比为191.49%，相较于2021年公司回款能力大幅提升，经营质量提高。此外，公司净利率整体呈上升趋势，2022年净利率为2.90%，达到历史最高点，ROE（加权）保持稳定，资产负债率稳中有降。

图10：中国铁建经营现金净流量及净现比

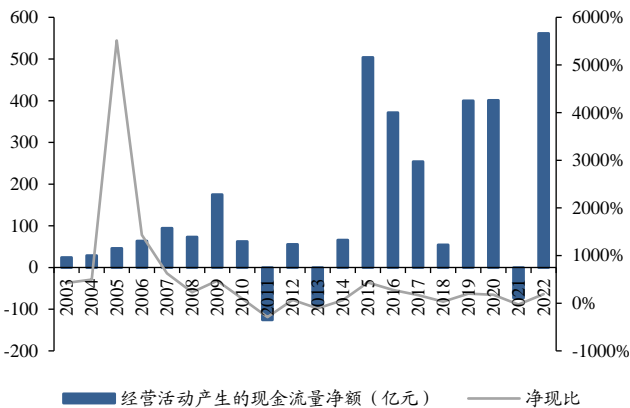
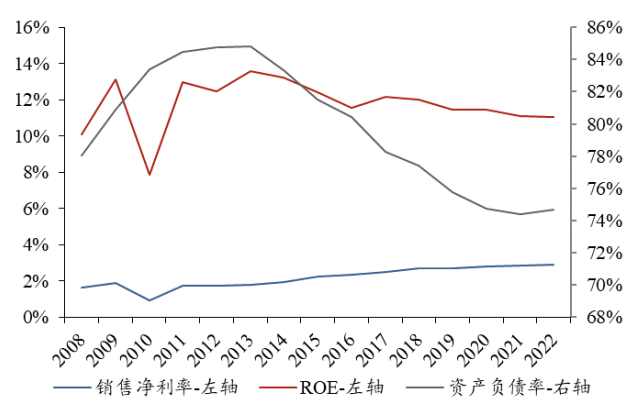


图11：中国铁建净利率、ROE及资产负债率



数据来源：WIND，东吴证券研究所

数据来源：WIND，东吴证券研究所

## 2. 基建业务：订单结构优化，水利及电力工程业务增长迅速

### 2.1. 基建为“稳增长”重要支撑，房建结构有望受益于新型城镇化实现优化

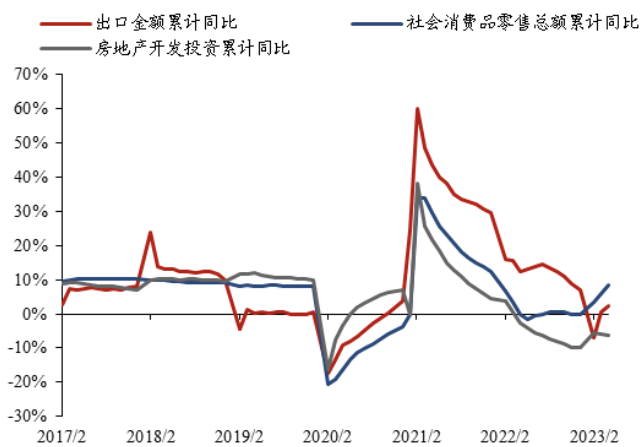


2.1.1. 基建：“稳增长”推动基建实物工作量加速落地，行业集中度加速提升

政府工作报告强调稳增长扩内需，全年 GDP 增速目标定为 5%。中央经济工作会议定调“稳”字当头，提出加大宏观政策调控力度，积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力；政府工作报告提出 2023 年 GDP 增长目标为 5%，宏观政策延续稳增长、稳就业、稳物价、稳信心的整体基调，着力扩大国内需求为重点工作之首，把恢复和扩大消费摆在优先位置，政府投资和政策激励要有效带动全社会投资；财政部今年拟安排地方政府专项债券 3.8 万亿元。

经济增长目标达成具有挑战性，预计基建将仍然为今年经济增长的重要抓手。2023 年 1-4 月社会消费品零售总额同比+8.5%、出口总额同比+2.5%，房地产开发投资同比降幅收窄至-6.2%；相比之下，1-4 月广义/狭义基建在高基数下继续保持+9.8%/+8.5%的高增长，分项来看电力/热力/燃气及水的生产和供应业投资、交通运输/仓储与邮政业投资、水利/环境和公共设施管理业投资 1-4 月同比分别+24.4%、+8.1%、+5.5%。项目端，春节过后各地积极推进重大项目开工，且 2022 年第二批金融工具支持的项目自去年 Q4 起陆续分批开工，将在今年贡献实物工作量；资金端，1-3 月全国新增专项债发行 15181 亿元，与去年同期基本保持相同体量。在消费和出口数据仍处于修复过程的背景之下，我们预计 2023 年经济增长目标的达成仍需要基建的托底支撑。

图12: 出口/零售/房地产投资同比增速情况



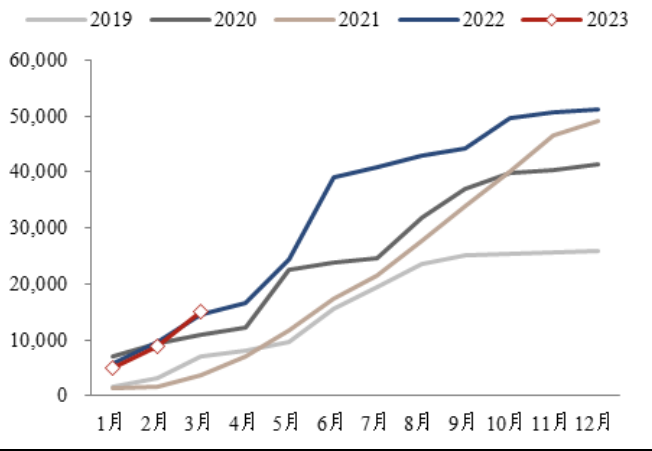
数据来源：国家统计局，Wind，东吴证券研究所

图13: 广义/狭义基建投资高基数下同比继续高增



数据来源：国家统计局，Wind，东吴证券研究所

图14: 今年1-3月全国专项债发行与去年同期体量基本持平(亿元)



数据来源: 财政部, Wind, 东吴证券研究所

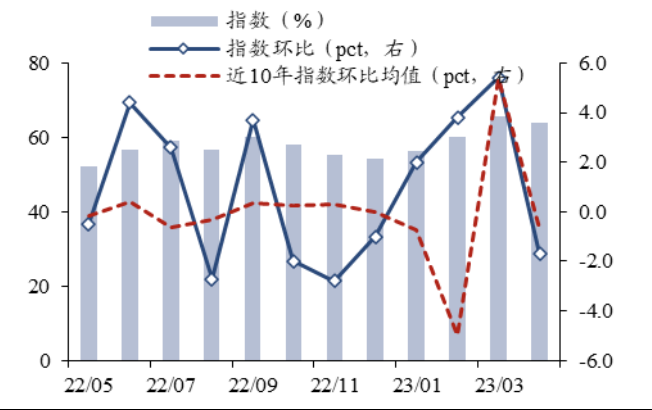
图15: 三大类基建投资累计同比增速情况



数据来源: 国家统计局, Wind, 东吴证券研究所

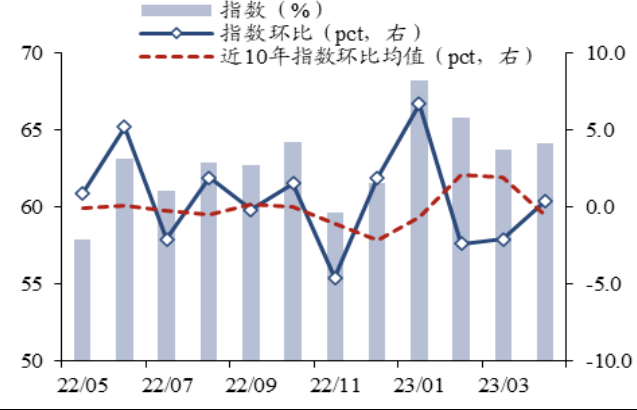
2022年四季度以来建筑业PMI持续高于近年来中枢,行业景气度维持高位。23年4月建筑业商务活动指数为63.9%,环比3月变动-1.7个百分点,景气水平仍位于高位区间;业务活动预期指数为64.1%,连续五个月位于高位景气区间,反映建筑业企业对市场发展保持乐观。

图16: 建筑业PMI: 商务活动指数



数据来源: 国家统计局, Wind, 东吴证券研究所

图17: 建筑业PMI: 业务预期指数



数据来源: 国家统计局, Wind, 东吴证券研究所

2.1.2. 房建: 竣工受益于保交楼加速回暖, 新开工仍承压, 非住宅业态有望扩容

2022 全年房地产开发投资增速快速下行, 2023 年以来累计同比降幅有所收窄。2022 年房地产开发投资增速下行, 根据国家统计局数据, 2022 年全国实现房地产开发投资额 13.3 万亿元, 同比下滑 10.0%, 其中建筑工程分项实现开发投资额 7.9 万亿元, 同比下滑 10.8%; 按业态来看, 住宅开发实现投资额 10.1 亿元, 同比下滑 9.5%, 住宅开发投资完成额占比达 76%, 仍然是房地产开发投资增速的主要决定因素。

竣工端受益于保交楼政策加速回暖, 新开工继续承压。今年 1-3 月/1-4 月全国房屋竣工面积分别实现累计同比+14.70%/+18.80%, 自 2022 年 2 月转负以来连续三个月实现

转正，预计主要是受益于“保交楼”政策的持续推进；但新开工今年1-3月累计同比下滑21.2%，同比降幅较1-3月继续扩大2.0pct，行业仍处于弱复苏进程之中。

图18: 房地产开发投资完成额和建筑工程分项累计同比增速



数据来源：国家统计局，Wind，东吴证券研究所

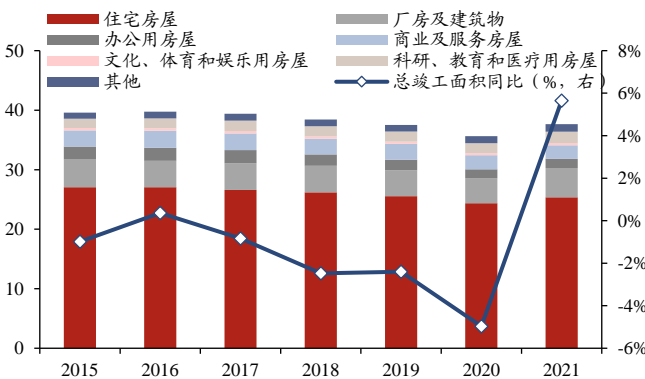
图19: 房屋新开工与竣工面积累计同比增速



数据来源：国家统计局，Wind，东吴证券研究所

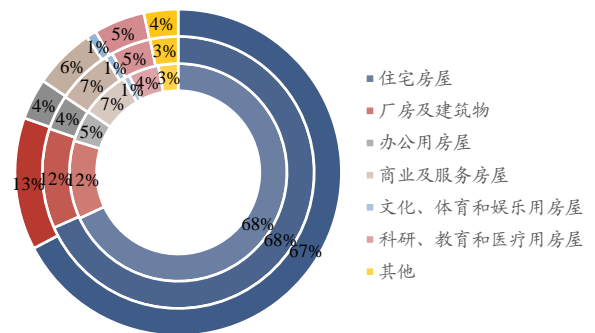
**住宅房屋在房建总体中占比略降，新型城镇化有望推动非住宅类房建需求增加。**根据建筑业统计年鉴，2021年我国房屋建筑业实现竣工面积37.7亿平，同比+5.7%，其中住宅房屋实现竣工面积25.3亿平，同比+4.1%，住宅房屋竣工面积的占比由2019年的68.1%略降至2021年的67.3%；根据政府工作报告，截至2022年底我国常住人口城镇化率为65.2%，“十四五”规划提出的“常住人口城镇化率提高到65%”的目标提前实现，新型城镇化亟待加速推进；2022年12月科技部、住建部印发《“十四五”城镇化与城市发展科技创新专项规划》，其中提出“加强城市发展规律与城镇空间布局研究”、“农乡格局进一步提高综合配套设施”等，有望带动城市内公共建筑需求的提升，推动非住宅类房建项目占比增加。

图20: 各类房屋竣工面积及同比增速 (亿平)



数据来源：建筑业统计年鉴，Wind，东吴证券研究所

图21: 各类房屋竣工面积占比情况



数据来源：建筑业统计年鉴，Wind，东吴证券研究所

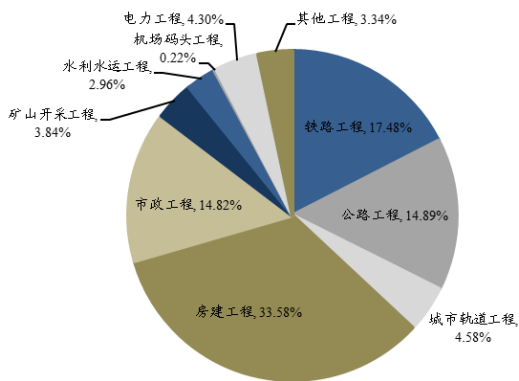
## 2.2. 工程承包业务：传统基建稳定发展，经营结构持续优化

工程承包是集团的核心及传统产业，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。公司拥有70余年辉煌

历程，设计、建设了我国 50%以上的高速铁路和普速铁路，40%以上的城市轨道交通，约 30%的高等级以上公路，制定了中国高速铁路 50%以上的建设标准，在铁路和轨交工程等领域影响力突出。

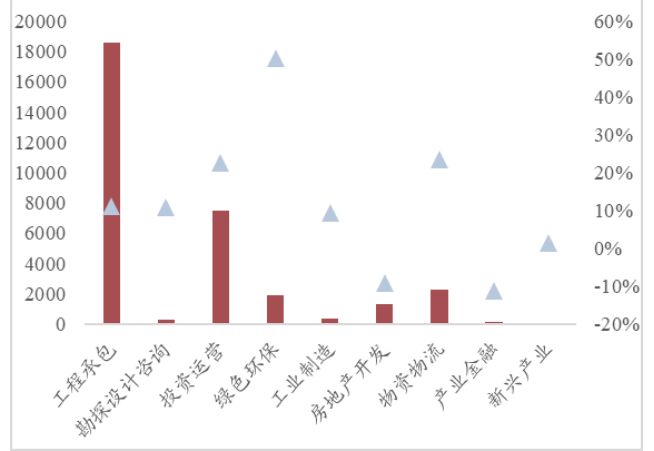
2022 年中国铁建在工程承包产业、投资运营产业、绿色环保产业等基础设施建设项  
目新签合同额 28,045.476 亿元，占新签合同总额的 86.43%，同比增长 16.20%。其中，  
房建工程占比 33.58%、铁路工程占比 17.48%、公路工程占比 14.89%、市政工程占比  
14.82%。铁路及公路工程同比增幅较大，公司竞争优势及市场影响力持续扩大。此外，  
在矿山开采、水利水运、机场工程、电力工程等领域新签订单也有较大增幅，公司持续  
优化合同结构，新兴领域发展速度较快。

图22: 基础设施建设领域新签合同结构 (2022 年)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图23: 2022 年公司分业务新签合同额 (亿元)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

■ 铁路&公路工程

全国铁路投资增速有所放缓,但仍维持较高水平。2017-2019 年我国铁路投资额 8000 亿元以上,近年来增速规模有所下滑,但仍维持高位,2022 年我国铁路固定投资额 7109 亿元,同比下滑 5.08%。

根据“十四五”现代综合交通运输体系发展规划,铁路营业里程将从 2020 年的 14.6 万公里发展为 2025 年的 16.5 万公里;其中高速铁路营业里程将从 2020 年的 3.8 万公里发展为 2025 年的 5 万公里,尽管增速放缓,但是铁路订单量仍然较大。

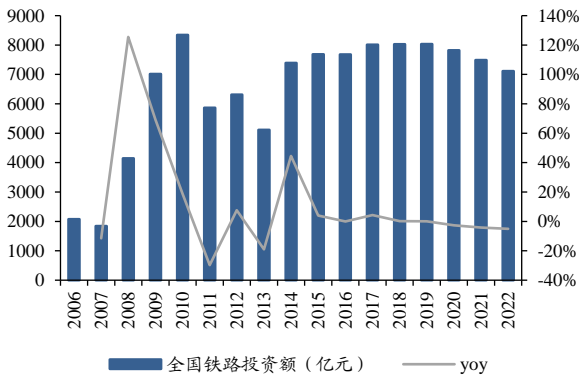
表1: 五年规划中对铁路营业里程的规划

	目标营业里程 (万公里)	实际营业里程 (万公里)
“十五”规划	7.5	7.54
“十一五”规划	9	9.12
“十二五”规划	12	12.10
“十三五”规划	15	14.63
“十四五”规划	16.5	—

数据来源: 发改委, 东吴证券研究所

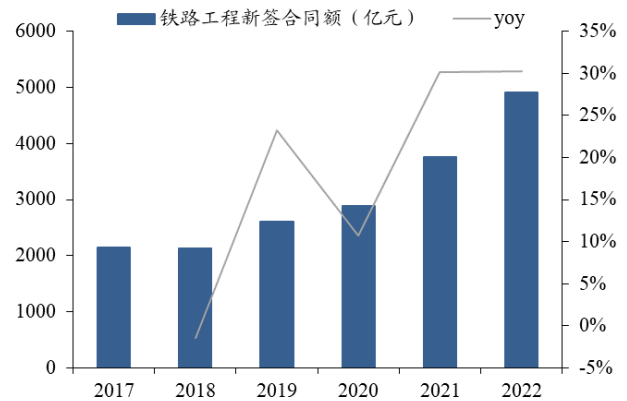
**公司铁路工程订单稳健增长，龙头地位凸显。**尽管全国铁路投资规模有所下滑，但中国铁建的铁路工程订单仍然维持高增，在铁路业务上始终保持行业领先，竞争优势持续凸显。2022 年中国铁建铁路新签合同额 4902 亿元，同比增长 30.20%，受益于国家重点建设项目启动，公司充分发挥行业竞争优势，订单实现稳步增长。

图24: 全国铁路投资额及变动情况



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

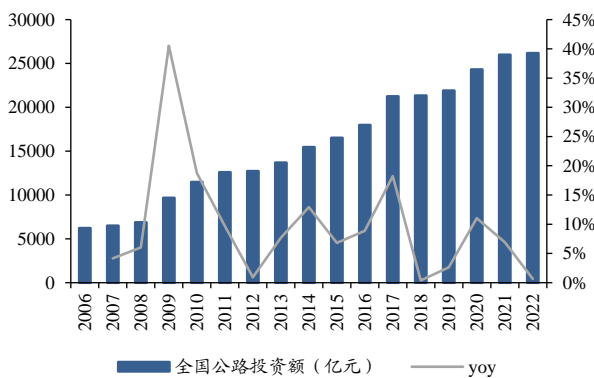
图25: 中国铁建铁路工程新签合同额及变动



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

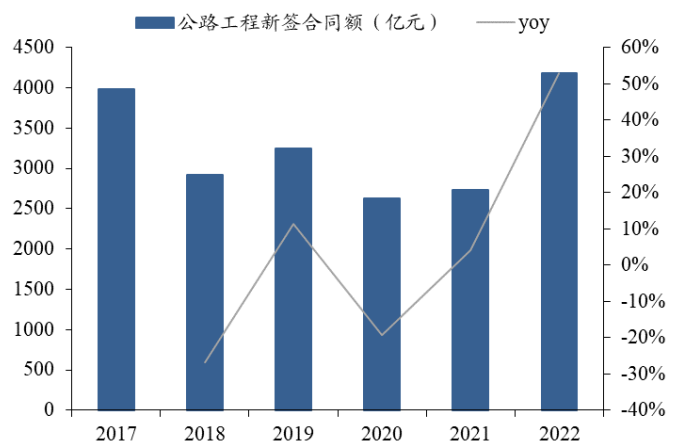
**全国公路投资规模继续增加，中国铁建市占率继续提升。**2022 年我国公路固定资产投资额 2.62 万亿元，同比增长 0.67%。中国铁建是国内最大的公路工程承包商之一，主要业务集中于高速公路和高等级公路的修建，擅长兴建高难度的公路桥梁和隧道。2022 年中国铁建紧跟各地政策规划，关注重点线路，不断提升运营能力，市场影响力不断扩大。2022 年公路工程相关业务新签合同额 4176 亿元，同比增长 52.29%。

图26: 全国公路投资额及增速



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图27: 中国铁建公路工程新签合同额及变动

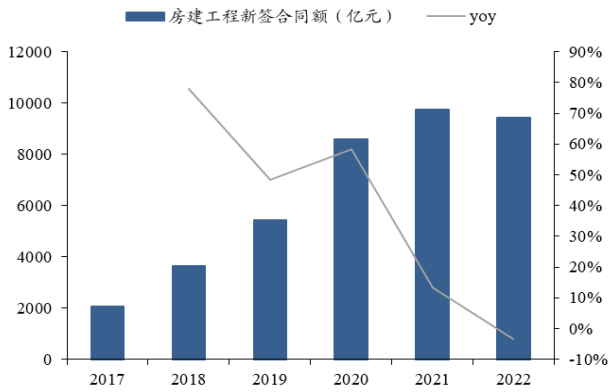


数据来源: WIND, 东吴证券研究所

**房建业务新签规模维持相对稳定。**2022 年公司房建工程新签合同额 9417 亿元，同比下滑 3.65%，受 2022 年房地产开发投资增速下降影响有所下滑，但规模基本维持稳定。2022 年公司房建业务毛利率 7.62%，同比变动+0.18pct。

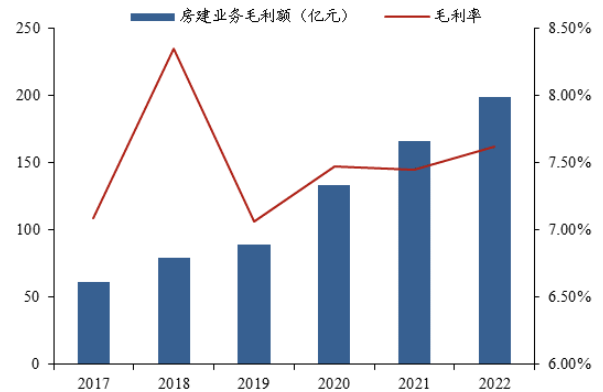


图28: 中国铁建房建业务新签合同额及变动



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

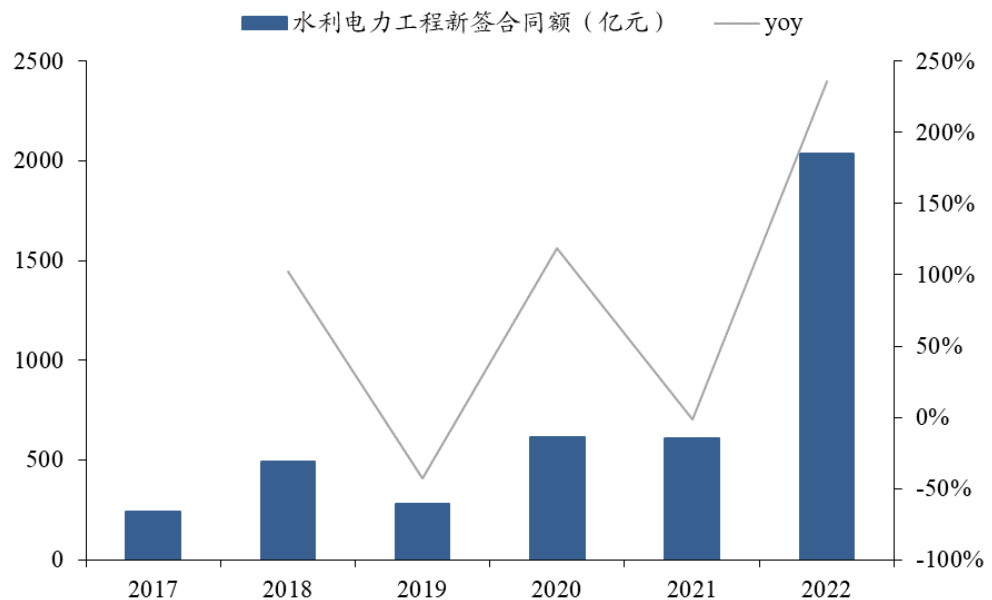
图29: 中国铁建房建业务毛利率变动情况



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

水利及电力工程业务快速增长, 在新签合同中的贡献显著增加。水利业务方面, 2022年水利水运工程新签合同额 829 亿元, 同比增长 95.27%, 中国铁建紧跟国家水网建设规划, 强化防洪、水资源、水土保持及生态建设等项目承揽, 订单实现快速增长。电力工程方面, 公司以抽水蓄能和海上风电市场开发为突破口, 加快进军水电、风电等领域, 市场份额快速扩大。2022 年公司电力工程新签合同额 1206 亿元, 同比增长 290.73%, 水利及电力工程新签占 2022 年公司工程承包新签合同额的比例为 10.93%, 同比变动 +8.41pct。

图30: 中国铁建水利电力工程新签合同额变动情况 (亿元)

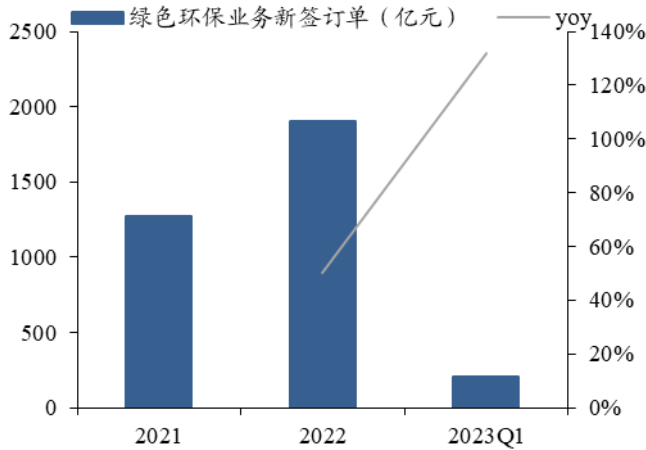


数据来源: WIND, 东吴证券研究所

### 2.3. 加快非工程承包和新兴产业拓展，向“投建营”一体化转型

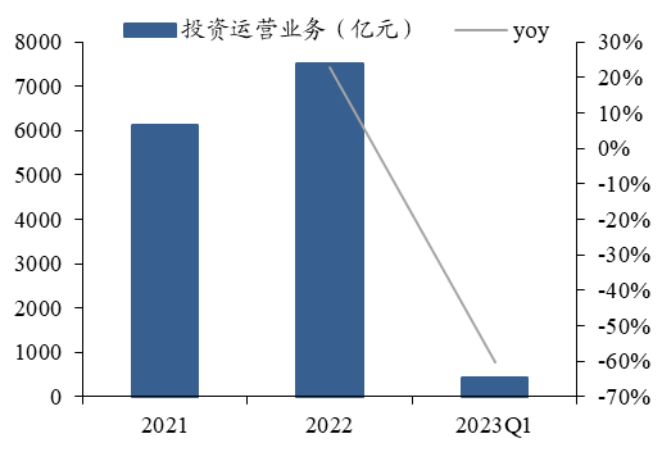
公司积极响应国家战略，根据国家重大生态环保战略和区域生态环境目标，聚焦流域治理、水环境综合治理、土地修复、抽水蓄能、海上风电、光伏等细分领域的项目投资、建设、运营，引领基础设施绿色升级，打造产业生态体系，助力绿色环保业务逐步成为公司新的重要增长点。**2022 年公司投资运营业务新签合同额 7513 亿元，同比增长 22.72%；绿色环保业务新签合同额 1907 亿元，同比增长 50.39%。**

图31: 绿色环保业务新签订单及增速情况



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图32: 投资运营业务新签订单及增速情况



数据来源: 中国城市轨道交通协会, 东吴证券研究所

#### 2.3.1. 投资运营业务: 坚持投建营一体化方向发展, 提升投资与运营业务专业化程度

中国铁建培育了优良的经营性资产, 创造持续稳定的长期收益和现金流, 向建设运营双轮驱动转型升级, 塑造新的竞争优势。在投资运营业务方面, 中国铁建旗下的中国铁建投资集团有限公司、中国铁建昆仑投资等公司业务领域涵盖了交通、市政、环保等多个领域, 在高速公路运营等领域优势显著。

- 中国铁建投资集团有限公司:** 成立于 2011 年 5 月 4 日, 是中国铁建为实现企业产业结构调整 and 转型升级、提高企业盈利能力、保持增长和有效利用投资资本, 独家成立的全资子公司。中国铁建投资的业务领域涵盖了高速公路、城市轨道交通、铁路、城市综合开发、地产开发、市政工程、环保及污水处理、港口航道、文旅开发等项目和金融类股权投资类项目, 投资规模累计已超过 11,000 亿元人民币。铁建投资将公路运营列为重点培育项目, 2021 年铁建高速运营收入突破 40 亿元, 济乐、济鱼、德商、京承、京新高速公路相继盈利, 特别是 G7 京新高速公路成为首年运营即盈利的项目典范。到 2024 年, 预计铁建投资运营公路将达到 3266 公里, 项目遍布 14 个省市自治区, 运营期限 20 年-40 年。

图33: 铁建投资运营产业相关业务



数据来源：中国铁建投资官网，东吴证券研究所

- 中国铁建昆仑投资集团有限公司：**成立于 2016 年，经营业务涵盖轨道交通、高速公路、生态环保、城市开发等领域，并跟随国家基建行业及投融资机制改革，广泛进入 TOD、EOD 等新模式、新业态、新业务，拥有公路工程、市政工程和建筑工程施工总承包等一级资质，具备投融资、设计、施工、运营、装备、物资供应和金融保险等全产业链一体化服务能力。昆仑集团是中国铁建最大的城市轨道投资建设单位，在建和建成轨道交通总里程超 450 公里；是中国铁建两大高速公路运营商之一，集团投资建设高速公路总里程超 3500 公里，运营里程超 1000 公里；是中国铁建生态环保专业化平台之一，投资领域包括生态整治、河流整治、海绵城市等；是中国铁建融入新型城镇化的重要抓手，开展旧城改造、新城开发、城市商业体运营业务规模超过 2000 亿元。



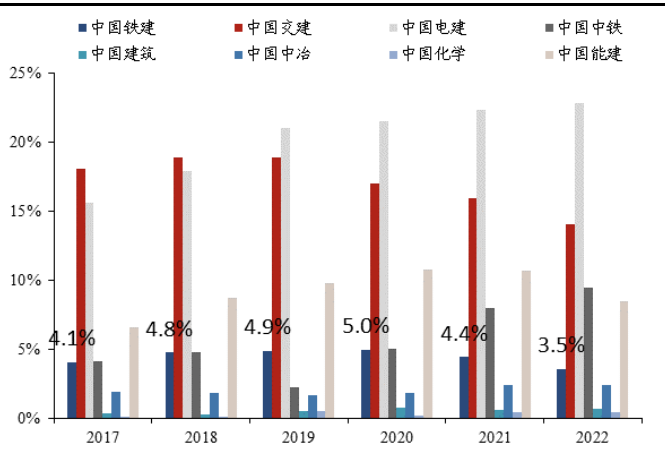
图34: 中国铁建昆仑投资运营产业相关业务



数据来源: 中国铁建昆仑投资官网, 东吴证券研究所

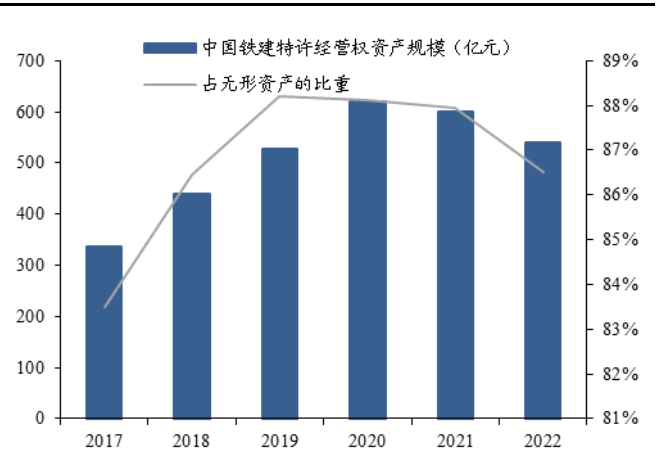
公司特许经营权资产在无形资产中占比较高。公司特许经营权资产规模较大, 2022 年公司特许经营权资产占总资产的比例为 3.5%。2022 年末公司特许经营权资产账面价值 541 亿元, 特许经营权资产在无形资产中的占比达到 86.5%。

图35: 八大央企特许经营权资产占总资产比例



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图36: 中国铁建特许经营权资产账面价值 (亿元)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

**西部首单基础设施 REITs 上市，盘活存量资产。**国金中国铁建 REIT 以重庆至遂宁高速公路 BOT 项目（重庆段）为基础资产，2022 年 7 月 8 日上市，发行价格 9.586 元/份，募集份额 5 亿份，发行规模达到 47.93 亿元，根据募集说明书，基础设施项目为公司享有特许经营权的渝遂高速（重庆段），高速公路起于 G93 沙坪坝收费站，途径沙坪坝区、璧山区、铜梁区、潼南区四区，止于重庆市与四川省遂宁市交界处，收入来源主要是车辆通行费、租金等收入，发行时项目剩余使用年限约为 13 年。国金铁建高速公路 REIT 位于经济发展速度较高的成渝经济圈，具备产业集群优势。项目自身运营多年，通行费收入稳定，优势较为突出。

**表2：国金中国铁建 REIT 关键要素说明**

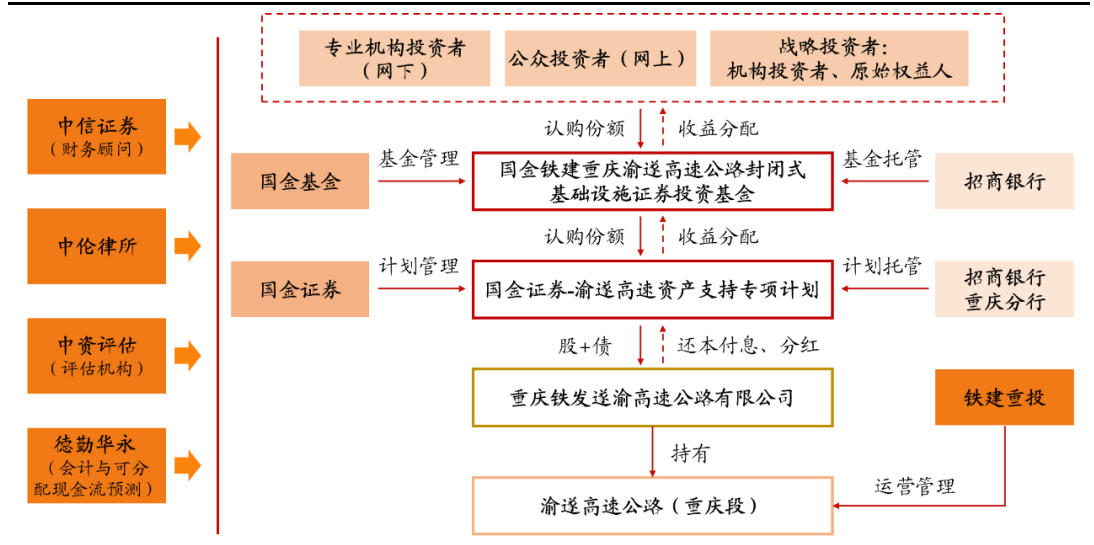
项目（资产名称）	渝遂高速公路重庆段
所在地	基础设施项目位于重庆，路段途径重庆沙坪坝区、璧山区、铜梁区、潼南区。
所处行业	高速公路行业
建设内容和规模	本次基础资产为渝遂高速公路重庆段，全线长约 111.8 公里，项目总投资 42.3 亿元，2007 年底通车，全线采用四车道高速公路标准建设。目前实际运营里程为 93.26 公里。
开竣工时间	工程建设分为两期，一期工程高滩岩至西永段于 2003 年 12 月 30 日开工，2006 年 6 月 28 日交工；一期工程西永至土主段于 2004 年 10 月 19 日开工，2007 年 4 月 26 日开工；二期项目于 2004 年 12 月 9 日正式开工，2007 年 12 月 27 日交工验收；项目整体于 2011 年 10 月 25 日竣工。
产品或服务内容	提供车辆高速行驶的基础设施
收入来源	车辆通行费、租金等收入
运营开始时间	项目于 2007 年 12 月 29 日开通运营
特许经营年限及剩余年限	基础设施项目涉及的特许经营权年限共计 30 年，自 2004 年 12 月 9 日起至 2034 年 12 月 8 日。项目剩余年限约 13 年。

数据来源：WIND，东吴证券研究所

将高速公路作为底层资产发行 REITs 在短期内可实现运营类资产的盘活，有助于改善利润率、资产负债率、净资产收益率、自由现金流等财务指标，实现资金回流和资产结构优化；长期来看，构建“投资-建设-运营-出售”运作模式有助于盘活存量资产，并提供了新的融资渠道。公司首单 REITs 发行提供了优质范例。



图37: 国金中国铁建高速 REIT 整体架构



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

### 2.3.2. 绿色环保业务: 新签快速发展, 为公司增长提供新动能

2022年, 国务院国资委印发《关于推进中央企业高质量发展做好碳达峰碳中和工作的指导意见》, 明确提出了“十四五”时期及2030年中央企业碳达峰碳中和工作目标, 部署了推动绿色低碳转型发展、建立绿色低碳循环产业体系、构建清洁低碳安全高效能源体系、强化绿色低碳技术科技攻关和创新应用、建立完善碳排放管理机制等重点工作任务, 为中央企业碳达峰碳中和工作明确了行动指南。

中国铁建积极响应国家战略, 根据国家重大生态环保战略和区域生态环境目标, 聚焦流域治理、水环境综合治理、建筑垃圾资源化、抽水蓄能、海上风电、光伏、污水处理等细分领域开展项目投资、建设、运营, 引领基础设施绿色升级, 打造产业生态体系, 助力绿色环保产业逐步成为公司新的重要增长点。绿色环保经营模式主要是通过建设绿色环保项目产生工程承包收益。

**坚持绿色低碳转型发展道路, 持续优化产业结构、推动产业升级。**公司绿色环保业务主要包括: 1) 流域治理、水环境综合治理业务; 2) 新能源相关业务, 包括光伏发电、风力发电、抽水蓄能等; 3) 建筑垃圾资源化等业务。目前公司绿色环保业务新签订单增速较快, 预计未来绿色环保业务将会成为中国铁建的主要增长动能之一。

图38: 中国铁建绿色环保业务涉及多个领域



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

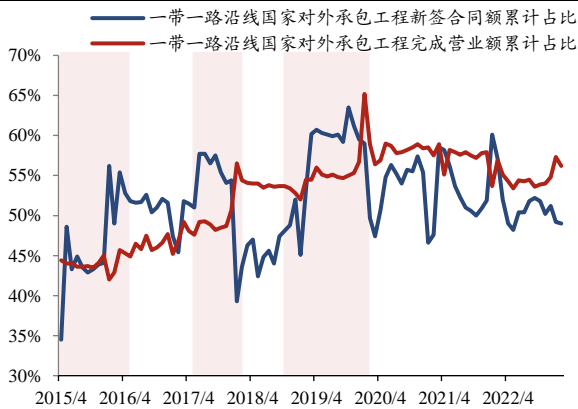
### 3. “一带一路”倡议提出十周年, 国际工程加速复苏

“一带一路”倡议提出十周年, 重点领域成果显著。“一带一路”倡议于 2013 年提出, 旨在依托中国与相关国家既有的双边及多边机制, 积极发展与沿线国家的经济合作伙伴关系, 在基建、能源、交运、贸易等重点经济领域开展深度合作。二十大提出共建“一带一路”高质量发展, 进一步深化基础设施互联互通建设, 开展更大范围、更高水平、更深层次的合作; 2023 年是共建“一带一路”倡议提出十周年, 过去 10 年我国与 151 个国家、32 个国际组织签署 200 余份共建“一带一路”合作文件, 与沿线国家进出口年均增长 8.6%, 双向投资不断迈上新台阶。2023 年 3 月 10 日, 中国、沙特、伊朗于北京发表三方联合声明, 达成包括同意恢复双方外交关系、在至多两个月内重开双方使馆和代表机构、强调尊重各国主权、不干涉别国内政等多项共识, 是中国在“一带一路”沿线推动构建以合作共赢为核心的新型国际关系的重大成果。

“一带一路”政策驱动带动我国与沿线国家基建合作明显增加, 建筑央企和国际工程企业有望受益。此前在 2015 年 3 月“一带一路”顶层规划设计《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》出台、2017 年 5 月第一届峰会召开、2018 年 8 月第二届峰会召开后, 我国的海外工程项目中与“一带一路”沿线国家的合作占比、“一带一路”沿线国家的新签合同额规模均出现显著高增, 进一步带来完成营业额增速滞后 0.5~1 年出现高峰, 总体来看“一带一路”重要事件能够带动我国对沿线国家的投资, 并且由于沿线国家多为发展中国家, 对基础设施建设投资具有旺盛需求。八大建筑央企和四大国际工程企业承担了我国对外项目合作建设的大部分业务, 预计在今年“一带一路”峰会召开催化下, 我国与沿线国家合作将会迎来又一次高峰, 建筑央企和国际

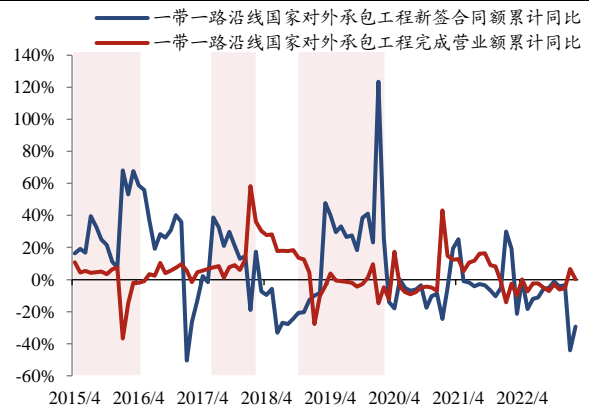
工程企业有望充分受益。

图39: “一带一路”推动沿线国家工程合作占比提升



数据来源: 商务部, Wind, 东吴证券研究所

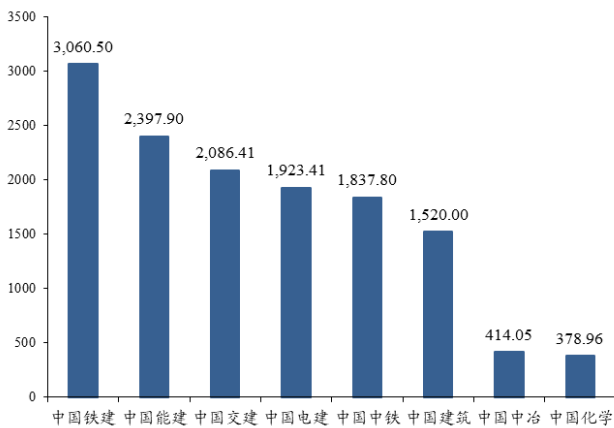
图40: “一带一路”推动沿线国家工程合作规模提升



数据来源: 商务部, Wind, 东吴证券研究所

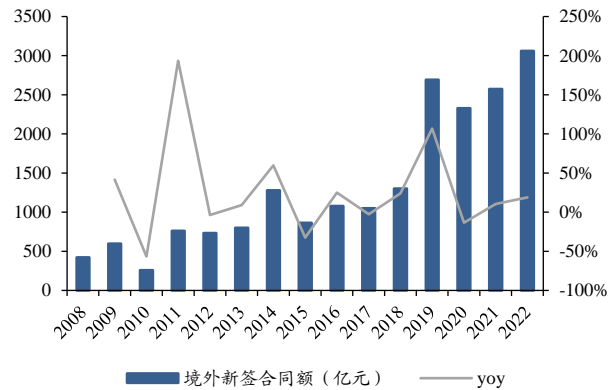
海外新签合同规模稳健增长, 22年新签合同额行业领先。为落实“一带一路”倡议, 中国铁建2018年推出“海外优先”战略, 逐步形成了“3+5+N”的出海队形, 以中土集团、国际集团、中国铁建国际投资集团有限公司为龙头, 以5家独立经营工程局为补充, 以其他各单位为辅助, 协同作战, 抱团出海。自2019年开始, 中国铁建的海外新签合同额位居八大央企之首, 2022年中国铁建境外业务新签合同额3,060.5亿元, 占新签合同总额的9.43%, 同比增长18.95%, 预计未来公司境外业务营收规模将会持续增长。

图41: 建筑央企2022年海外新签合同额对比(亿元)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图42: 中国铁建境外新签合同额及增速



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

中国铁建从事海外工程承包业务历史悠久、成绩斐然。目前公司经营范围已遍及全球139个国家和地区。近年来重工铁建连续在海外市场上中标巨额合同, 包括赞比亚奇帕塔经佩塔乌凯至塞伦杰铁路、马来西亚金马士-新山双线电气化铁路、尼日利亚奥贡州城际铁路、达喀尔至巴马科铁路修复改造项目、印尼卡扬一级水电站项目等一大批重大项目。在“一带一路”战略背景下, 中国铁建参与了哈萨克斯坦、土库曼斯坦、阿塞拜疆、阿富汗、格鲁吉亚等沿线国的铁路、公路、房建等项目的建设。未来, 公司将继续依托自身在海外市场从事工程设计施工的经验 and 逐渐形成的品牌效应, 借助我国政府鼓

励大型建筑施工企业“走出去”的政策，提高海外市场占有率，并着手在海外经营与建筑相关的多元化业务。

图43: 中国铁建 2022 年竣工验收项目区域分布

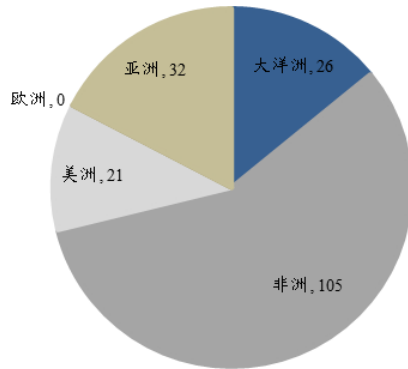
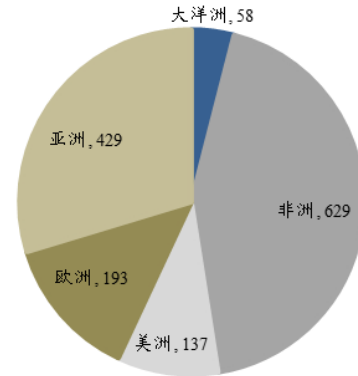


图44: 中国铁建 2022 年在建项目区域分布



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

数据来源: WIND, 东吴证券研究所

表3: 公司 2022 年重大境外经营合同 (亿元)

序号	签约日期	项目名称	合同金额	签约主体	履行期限
1	2022 年 4 月	尼日利亚东线窄轨铁路机车车辆及维修设备采购项目	53.54	中国土木工程集团有限公司	96 个月
2	2022 年 4 月	尼日利亚伊巴丹-卡诺标准轨铁路机车车辆及维修设备采购项目	128.01	中国土木工程集团有限公司	96 个月
3	2022 年 4 月	沙特麦地那基础设施开发项目 (南北合并包)	64.61	中铁十八局集团有限公司及其他方 (联合体)	1,277 日历天
4	2022 年 9 月	智利科金博医院特许经营项目	41.24	中国铁建国际集团有限公司、中铁建设集团有限公司	19.7 年联合体
5	2022 年 11 月	印尼东加里曼丹货运铁路设计采购施工项目	67.42	中国土木工程集团有限公司、中铁十一局 (联合体)	57 个月
6	2022 年 12 月	智利国家神经外科医院特许经营项目	45.05	中国铁建国际集团有限公司、中铁建设集团有限公司	22.2 年 (联合体)
7	2022 年 12 月	智利 5 号公路奇廉-科伊普伊段特许经营项目	63.05	中国铁建国际集团有限公司	18.55 年
8	2022 年 12 月	坦桑尼亚设计和建造电气化标准轨铁路 (SGR) 项目二期一标段--塔博拉至基戈	191.68	中国土木工程集团有限公司、中国铁建股份有限公司	48 个月 (联合体)



表3: 公司 2022 年重大境外经营合同 (亿元)

序号	签约日期	项目名称	合同金额	签约主体	履行期限
9	2022 年 12 月	马(411 公里正线及 95 公里侧线)项目 几内亚凯博铝土矿铁路专用线建设项目	66.97	中国土木工程集团有限公司	48 个月

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

#### 4. 房地产开发业务: 坚持稳健经营, 毛利率有所承压

中国铁建是国资委明确以房地产开发为主业的 16 家中央企业之一, 2022 年中国铁建房地产业务实现营收 623 亿元, 占公司营业总收入的比重为 5.68%。

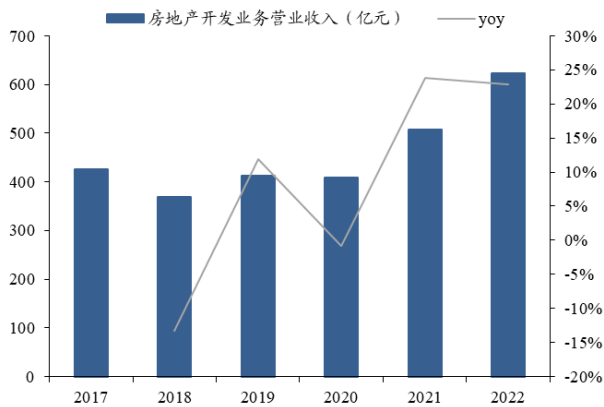
以销售和去库存工作为核心, 房地产业务经营相对稳健。面对整体市场及外部环境持续下行压力, 公司房地产板块坚持以销售与去库存工作为核心, 进一步创新营销方式, 大力出清顽固库存, 稳住经营规模, 2022 年中国铁建的房地产业务板块实现销售金额 1296 亿元, 在全国房企中排名第 15 位。现阶段公司房地产业务采取“以住宅开发为主, 以配套商业为辅”的经营模式, 业务布局坚持聚焦与收敛原则, 主要围绕长三角、珠三角、京津冀、成渝、长江中游、粤闽浙沿海等城市群进行拓展与深耕。

中国铁建旗下的房地产开发业务主要由中国铁建房地产集团有限公司开展, 经过十几年的发展, 其地产开发业务从单一的住宅地产, 成长为涵盖住宅地产、商业地产的综合性开发企业。截至 2022 年底, 铁建房地产在 45 个城市(含 9 个国家级新区)布局 239 个项目, 现有项目总建筑面积约 7700 万平方米, 已开发面积约 6400 万平方米, 实现了京津冀、长三角、珠三角等主要城市群的全面布局。

房地产业务毛利率有所下滑, 土地储备策略审慎稳健。公司 2022 年房地产开发业务实现营业收入 622.54 亿元, 同比增长 22.88%, 净利率 14%, 同比变动-3.56pct。1) **销售方面**, 2022 年中国铁建房地产开发业务预售面积 834 万平米, 同比下滑 15.80%; 销售金额 1296 亿元, 同比下滑 9.54%。2) **土储方面**, 公司土地储备策略审慎稳健, 西南及环渤海区域占比较高。2022 年中国铁建合计在上海、北京、广州、杭州、重庆、成都等 25 个城市获取 56 宗土地, 权益总计容面积为 636.92 万平米。2022 年末公司持有待开发土地面积合计 923.99 万平米, 目前公司房地产开发业务已形成以一、二线城市为重点, 部分发展潜力较好的三、四线城市为补充的梯次布局。

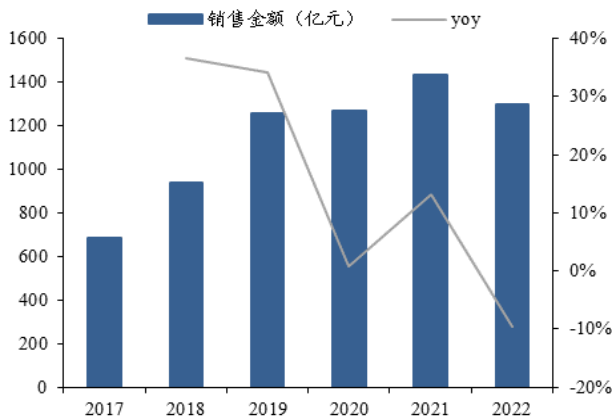


图45: 公司房地产开发业务营业收入及增速



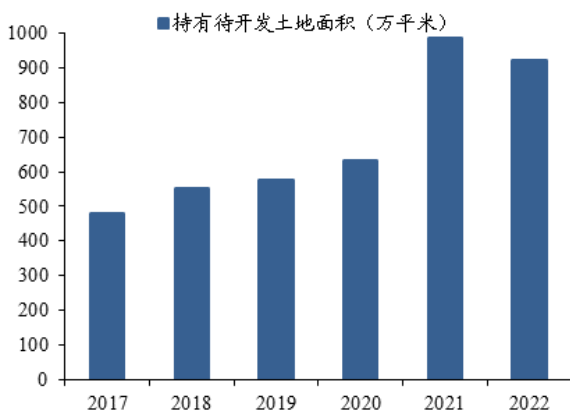
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图47: 公司房地产开发业务销售金额



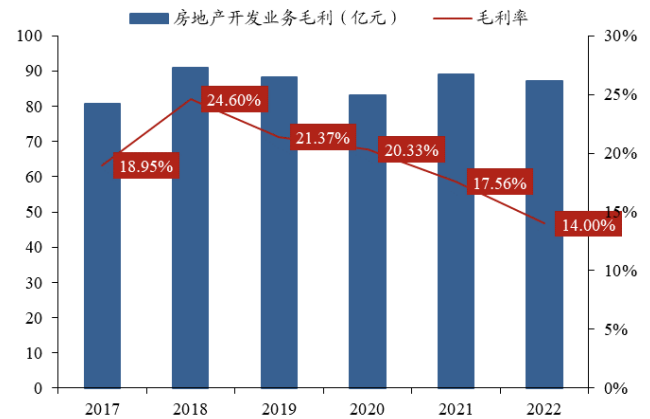
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图49: 公司持有待开发土储规模 (万平)



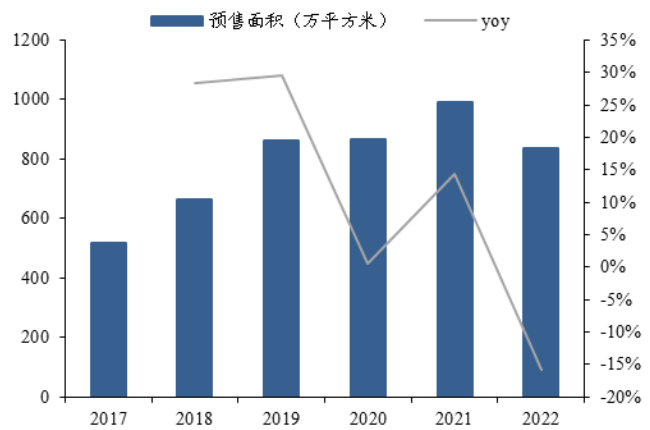
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图46: 公司房地产开发业务毛利额及毛利率变动



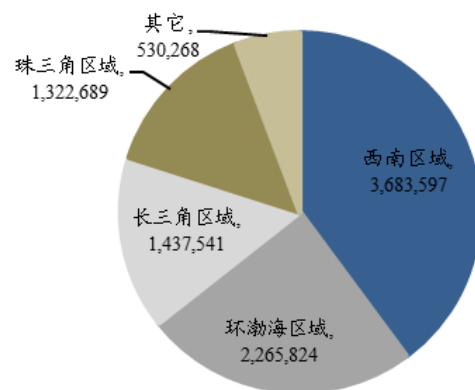
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图48: 公司房地产开发业务销售面积情况



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图50: 公司 2022 持有待开发土储地区分布情况 (万平)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

## 5. 物资物流业务：领先的铁路工程物流物资服务商，加快新兴业务开拓

公司是全国最大的铁路工程物流服务商和第二大铁路物资供应商。截至2022年末，公司拥有遍布全国各大重要城市和物流节点城市的区域性经营网点、133万平方米的物流场地、4万余延长米铁路专用线、32,550立方米成品油储存能力，通过完善高效的物流信息化、区域化、市场化服务体系，提供供应链集成服务。2022年公司物流与物资贸易业务实现营业收入955亿元，同比下滑7.93%。

公司的物流业务主要由中铁物资集团及其他下属公司的物资公司来经营，主要从事建筑材料相关的物流与物资贸易业务。中铁物资集团是全球最大的铁路工程物流服务商，全国第二大铁路物资供应商，国内最早进军时速350公里百米钢轨市场的企业，占据国内基建轨市场的50%，是国内最大的外资钢轨供应商。

随着公司着力推动物流业务转型升级，广泛开拓工程大宗物资供应链上下游市场，先后开辟了物资贸易、加工制造、国际业务、集采代理、电子商务等新兴领域。

图51：中铁物资集团主要业务板块



数据来源：中铁物资集团官网，东吴证券研究所

## 6. 工业制造业务：专业装备制造优势突出，订单稳健增长

公司的工业制造产业形成了装备制造、材料生产、混凝土PC构件生产三大业务体系。其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。公司主要通过铁建装备、铁建重工、中铁十一局集团汉江重工有限公司、中铁十六局建工机械有限公司、中铁二十局集团西安机械有限公司和中铁建电气化局有限公司开展业务。

- **铁建装备**由原昆明中铁改制成立，主要从事大型养路机械设备的设计、研发、生产和修理业务，其生产的大型养路机械产品国内市场份额达 80%。通过引进技术、联合开发和自主创新，目前铁建装备可以生产配碴、稳定、清筛、捣固等多个系列配套的大型养路机械设备产品，是我国目前规模最大的铁路养路机械生产企业，也是我国最大的铁路养路机械修理基地。
- **铁建重工**是重工铁建既有工业制造业务基础上新组建的从事高速铁路工业产品生产与销售的公司。铁建重工是我国仅有的 3 家高速铁路道岔定点生产企业之一。除铁路施工装备和材料产品外，铁建重工还研发制造隧道掘进机（盾构机、TBM）、混凝土等施工设备，其中隧道掘进机研发制造能力居国内领先地位。2021 年 6 月 22 日，铁建重工（688425）在上交所科创板成功上市，创造了央企 A 股分拆上市首例、工程机械行业首家科创板上市、专用设备制造领域募资规模最大等多项科创板纪录。受益于下游景气度较高，铁建重工订单高速增长，2022 年新签合同额同比增长 16.24%，2023Q1 铁建重工新签合同额同比增长 42.97%。

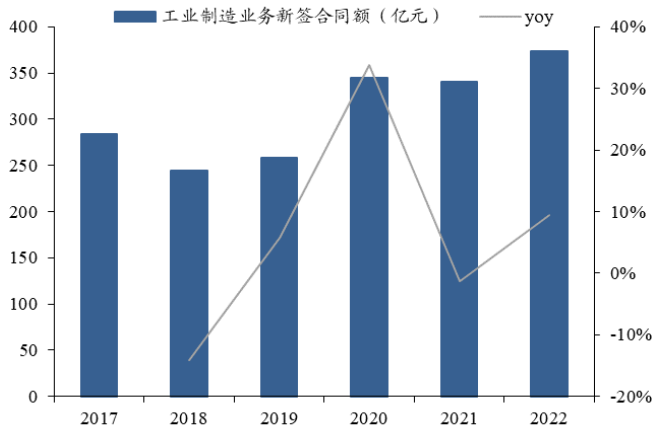
图52：铁建重工主要产品矩阵



数据来源：铁建重工官网，东吴证券研究所

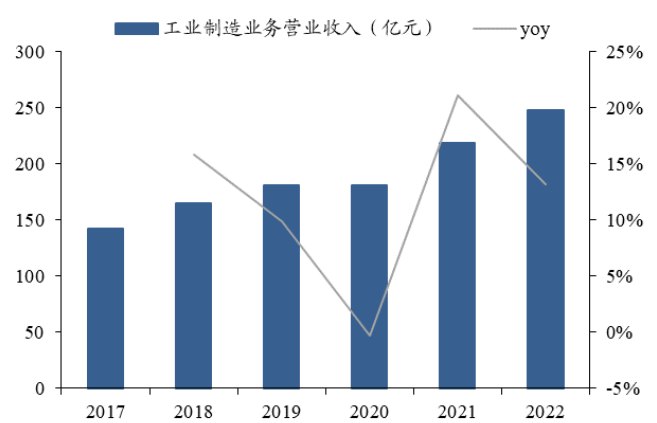
2021 年以来公司持续向高端装备、智能装备和新能源装备等方向发力，但受市场竞争激烈、传统通用工程机械产能过剩等因素影响，新签合同额有所波动。2022 年公司工业制造业务新签合同额 373 亿元，同比增长 9.50%。2022 年公司工业制造业务实现营收 247.32 亿元，同比增长 13.13%。

图53: 工业制造业务新签合同额及增速变动



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图54: 工业制造业务营收规模及增速



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

## 7. 盈利预测和投资建议

根据公司目前在手订单及行业情况,我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 12180/13298/14564 亿元,分别同比+11.10%/+9.18%/+9.53%。其中工程承包业务营业收入为 10743/11741/12872 亿元;勘察设计咨询业务营业收入为 213/220/228 亿元;房地产开发业务营业收入为 722/809/906 亿元;工业制造业务营业收入为 282/321/366 亿元,我们预计公司毛利率、期间费用率维持稳定水平,2023-2025 年归母净利润分别为 293/332/366 亿元,分别同比+10.06%/+13.17%/+10.31%。

表4: 公司分业务收入及成本预测表

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (亿元)	10,200.10	10,963.13	12,179.81	13,297.76	14,564.39
yoy	12.05%	7.48%	11.10%	9.18%	9.53%
营业成本 (亿元)	9,221.27	9,857.48	10,960.43	11,964.49	13,106.83
毛利率	9.60%	10.09%	10.01%	10.03%	10.01%
<b>1、工程承包业务</b>					
营业收入 (亿元)	8,938.20	9,647.16	10,742.88	11,740.81	12,871.62
yoy	9.90%	7.93%	11.36%	9.29%	9.63%
营业成本 (亿元)	8,233.70	8,816.43	9,826.47	10,739.81	11,780.05
毛利率	7.88%	8.61%	8.53%	8.53%	8.48%
<b>2、勘察设计咨询业务</b>					
营业收入 (亿元)	194.20	202.96	213.11	219.50	228.28
yoy	5.20%	4.51%	5.00%	3.00%	4.00%
营业成本 (亿元)	129.99	130.18	137.24	141.36	147.01
毛利率	33.06%	35.86%	35.60%	35.60%	35.60%
<b>3、房地产开发业务</b>					

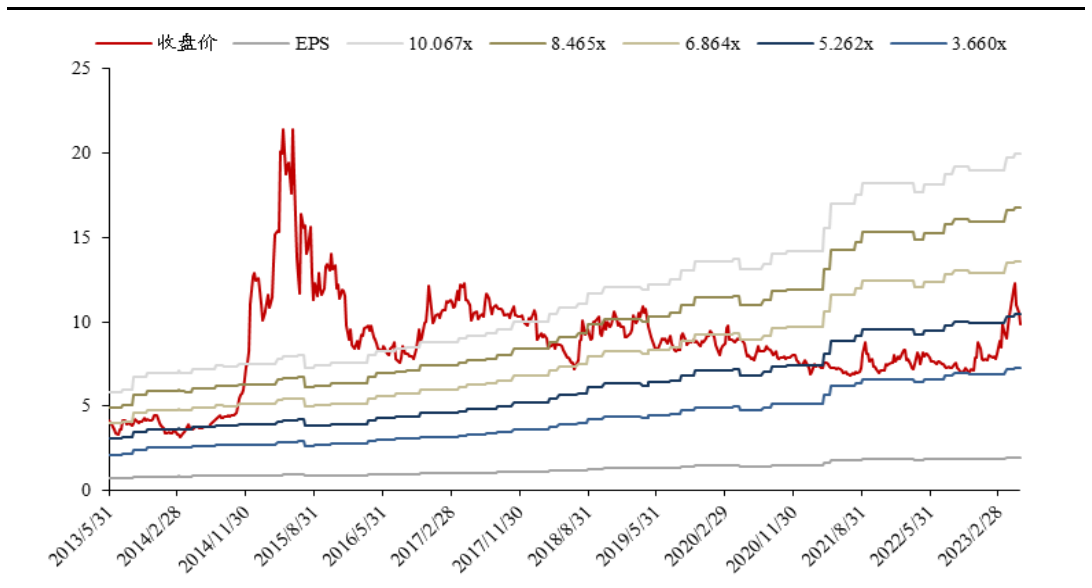


营业收入 (亿元)	506.62	622.54	722.15	808.80	905.86
yoy	23.78%	22.88%	16.00%	12.00%	12.00%
营业成本 (亿元)	417.67	535.36	621.05	692.34	771.79
毛利率	17.56%	14.00%	14.00%	14.40%	14.80%
<b>4、工业制造业务</b>					
营业收入 (亿元)	218.62	247.32	281.94	321.42	366.42
yoy	21.13%	13.13%	14.00%	14.00%	14.00%
营业成本 (亿元)	169.06	191.53	218.23	248.78	283.61
毛利率	22.67%	22.56%	22.60%	22.60%	22.60%
<b>5、其他业务</b>					
营业收入 (亿元)	1,037.23	954.99	1,002.74	1,052.88	1,105.52
yoy	35.36%	-7.93%	5.00%	5.00%	5.00%
营业成本 (亿元)	957.86	884.06	927.53	973.91	1,022.61
毛利率	7.65%	7.43%	7.50%	7.50%	7.50%
<b>6、内部抵消</b>					
营业收入 (亿元)	-694.78	-711.83	-783.01	-845.65	-913.31
营业成本 (亿元)	-687.00	-700.08	-770.09	-831.70	-898.23

数据来源: WIND, 东吴证券研究所

当前公司估值水平处于历史中枢偏下位置, 5月25日收盘价对应的PB-LF为0.568倍, 对应PE-TTM为4.967倍, 处于历史区间20-30%分位之间。证监会提出探索建立具有中国特色的估值体系, 上交所明确新一轮央企综合服务相关安排, 有望推动央企估值回归; 当前稳增长主线清晰, 基建链条景气维持高位, 房建及房地产开发景气筑底复苏, “一带一路”相关政治、经济政策落地将提振建筑公司海外业务成长预期, 国企改革加速推进, 看好公司估值持续修复机会。

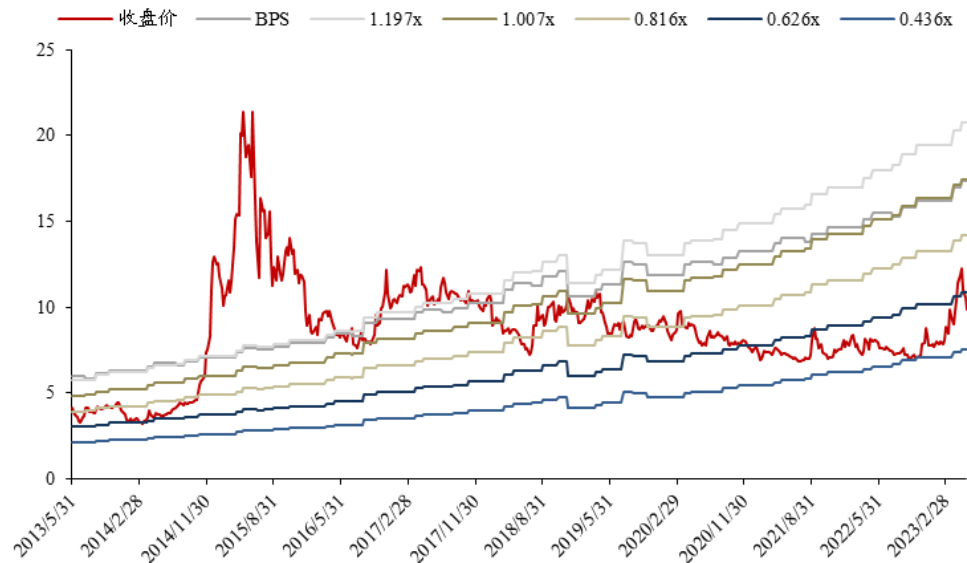
图55: 中国铁建PE-Band (截至2023年5月25日)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所



图56: 中国铁建 PB-Band (截至 2023 年 5 月 25 日)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

我们选取八大央企中的其余七家作为可比公司, 公司 5 月 25 日市盈率 (TTM) 低于可比公司平均水平。中国铁建在铁路、公路、城市轨道交通、房建、市政等众多领域具备全产业链服务能力, 在高原铁路、高速铁路、高速公路、桥梁、隧道和城市轨道交通工程设计及建设领域也处于行业领导地位。当前稳增长主线清晰, 基建链条景气维持高位、房建及房地产开发景气筑底复苏、国企改革持续推进, 有助于公司经营和财务指标持续优化, 且公司作为全球规模领先的工程承包商, 将充分受益于“一带一路”倡议提出十周年的发展机遇, 估值水平有望进一步提升。公司 5 月 25 日收盘价对应 2023-2025 年 PE 分别为 4.6X/4.0X/3.7X, 首次覆盖给予“买入”评级。

表5: 可比公司盈利预测与估值 (截至 2023 年 5 月 25 日)

股票简称	总市值 (亿元)	市净率 (LF)	市盈率 (TTM)	归母净利润 (亿元)				市盈率			
				2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
中国建筑	2,432	0.6	4.6	509.5	572.1	614.3	663.4	4.8	4.3	4.0	3.7
中国交建	1,612	0.65	8.2	191.0	214.8	235.6	259.4	10.3	9.2	8.3	7.6
中国中铁	1,834	0.7	5.8	312.8	355.8	400.7	450.6	5.9	5.2	4.6	4.1
中国中冶	798	0.8	7.3	102.7	118.9	139.1	157.7	7.8	6.7	5.7	5.1
中国电建	1,166	1.0	10.0	114.4	137.6	155.2	176.9	10.2	8.5	7.5	6.6
中国能建	992	1.1	12.4	78.1	90.9	106.5	123.4	12.7	10.9	9.3	8.0
中国化学	516	1.0	9.3	54.2	65.3	77.1	88.8	9.5	7.9	6.7	5.8
平均值		0.8	8.2					8.7	7.5	6.6	5.8
中国铁建	1,338	0.6	5.0	266.4	293.2	331.9	366.1	5.0	4.6	4.0	3.7

数据来源: 公司公告, Wind, 东吴证券研究所

备注: 中国交建、中国建筑、中国电建盈利预测来自东吴证券研究所, 其余公司盈利预测来自 Wind 一致预期

## 8. 风险提示

### **基建投资增速不及预期的风险**

公司业务以基础设施建设为主，若国家基建投资规模不及预期，可能会导致公司的项目数量、项目进度等受到不同程度影响，进而会影响到公司收入和业绩，导致公司业绩增长不及预期。

### **“一带一路”提振海外业务不及预期**

公司是国内最大的境外工程 EPC 总承包商之一，若“一带一路”提振海外业务不及预期，可能将影响公司海外收入规模。

### **国企改革推进不及预期**

此轮国企改革提出“一利五率”和“一增一稳四提升”，有助于激励公司经营指标进一步优化，若国企改革推进节奏不及预期，可能将影响公司经营与财务指标改善的推进节奏。

### **新业务拓展不及预期**

公司积极拓展第二曲线业务，为公司贡献较多业绩增量。若公司未来在新业务领域无法持续提升竞争力，可能会导致未来新业务新签订单增长不及预期，影响公司未来收入增长动力。

## 中国铁建三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>1,010,052</b>	<b>1,033,138</b>	<b>1,114,302</b>	<b>1,206,967</b>	<b>营业总收入</b>	<b>1,096,313</b>	<b>1,217,981</b>	<b>1,329,776</b>	<b>1,456,439</b>
货币资金及交易性金融资产	159,386	111,639	92,923	81,692	营业成本(含金融类)	985,748	1,096,043	1,196,449	1,310,683
经营性应收款项	180,520	212,376	258,892	273,035	税金及附加	4,173	4,872	5,053	5,534
存货	299,819	305,894	318,965	365,884	销售费用	6,642	7,430	7,979	8,739
合同资产	254,464	280,136	305,848	337,894	管理费用	21,873	24,360	26,596	28,837
其他流动资产	115,864	123,094	137,673	148,462	研发费用	25,004	27,770	29,920	32,770
<b>非流动资产</b>	<b>513,899</b>	<b>544,976</b>	<b>559,525</b>	<b>583,855</b>	财务费用	3,578	6,457	6,898	7,169
长期股权投资	127,985	147,985	162,985	176,985	加:其他收益	1,099	1,218	1,330	1,456
固定资产及使用权资产	71,240	74,907	77,539	81,408	投资净收益	-4,666	-3,654	-3,324	-3,641
在建工程	7,593	8,154	8,631	8,611	公允价值变动	-463	0	0	0
无形资产	62,531	65,131	68,571	71,851	减值损失	-7,939	-7,310	-7,821	-8,432
商誉	164	314	194	244	资产处置收益	76	122	133	146
长期待摊费用	792	892	1,012	1,162	<b>营业利润</b>	<b>37,402</b>	<b>41,426</b>	<b>47,198</b>	<b>52,234</b>
其他非流动资产	243,595	247,595	240,595	243,595	营业外净收支	423	380	400	400
<b>资产总计</b>	<b>1,523,951</b>	<b>1,578,115</b>	<b>1,673,827</b>	<b>1,790,821</b>	<b>利润总额</b>	<b>37,824</b>	<b>41,806</b>	<b>47,598</b>	<b>52,634</b>
<b>流动负债</b>	<b>934,638</b>	<b>989,518</b>	<b>1,060,642</b>	<b>1,140,379</b>	减:所得税	6,072	6,773	7,711	8,527
短期借款及一年内到期的非流动负债	96,895	102,895	104,895	105,895	<b>净利润</b>	<b>31,753</b>	<b>35,034</b>	<b>39,887</b>	<b>44,108</b>
经营性应付款项	515,488	532,519	571,638	616,095	减:少数股东损益	5,111	5,710	6,701	7,498
合同负债	164,119	180,847	197,414	216,263	<b>归属母公司净利润</b>	<b>26,642</b>	<b>29,323</b>	<b>33,186</b>	<b>36,609</b>
其他流动负债	158,135	173,256	186,695	202,126	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.96	2.16	2.44	2.70
非流动负债	203,298	171,298	160,298	158,298	EBIT	47,804	62,725	69,409	76,131
长期借款	133,415	103,415	93,415	91,415	EBITDA	68,599	72,787	80,339	87,670
应付债券	28,097	26,097	25,097	25,097	毛利率(%)	10.09	10.01	10.03	10.01
租赁负债	2,451	2,451	2,451	2,451	归母净利率(%)	2.43	2.41	2.50	2.51
其他非流动负债	39,334	39,334	39,334	39,334	收入增长率(%)	7.48	11.10	9.18	9.53
<b>负债合计</b>	<b>1,137,935</b>	<b>1,160,815</b>	<b>1,220,940</b>	<b>1,298,677</b>	归母净利润增长率(%)	7.90	10.06	13.17	10.31
归属母公司股东权益	290,484	316,057	344,943	376,703					
少数股东权益	95,532	101,242	107,943	115,442					
<b>所有者权益合计</b>	<b>386,016</b>	<b>417,299</b>	<b>452,887</b>	<b>492,144</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,523,951</b>	<b>1,578,115</b>	<b>1,673,827</b>	<b>1,790,821</b>					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	56,135	38,726	34,088	44,474	每股净资产(元)	16.98	18.86	20.99	23.33
投资活动现金流	-55,646	-44,702	-28,591	-39,295	最新发行在外股份(百万股)	13,580	13,580	13,580	13,580
筹资活动现金流	33,894	-42,071	-24,411	-16,610	ROIC(%)	6.55	8.09	8.74	9.14
现金净增加额	34,774	-48,047	-18,915	-11,432	ROE-摊薄(%)	9.17	9.28	9.62	9.72
折旧和摊销	20,795	10,062	10,930	11,538	资产负债率(%)	74.67	73.56	72.94	72.52
资本开支	-27,791	-16,648	-16,947	-18,304	P/E(现价&最新股本摊薄)	5.02	4.56	4.03	3.65
营运资本变动	-6,583	-29,154	-38,454	-33,460	P/B(现价)	0.58	0.52	0.47	0.42

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

