

增持 (维持)

中国中铁 (601390)
受益“中特估+一带一路”，基建龙头有望迎估值重塑
2023年06月11日
市场数据

市场数据日期	2023-06-09
收盘价(元)	8.15
总股本(百万股)	24752.20
流通股本(百万股)	24570.93
净资产(百万元)	308739.08
总资产(百万元)	1656062.6
每股净资产(元)	12.47

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理
相关报告

《【兴证建筑】中国中铁一季报点评: 新签合同增长稳健, 多元化发展助力增长》2023-04-30

《【兴证建筑】中国中铁2022年报点评: 业绩稳健增长, 经营现金流大幅改善》2023-03-31

《【兴证建筑】中国中铁1-12月经营数据点评: 全年新签合同增长11%, 房地产业务有所改善》2023-01-20

分析师:
孟杰

mengjie@xyzq.com.cn

S0190513080002

童彤

tongtong@xyzq.com.cn

S0190522020001

郝暉

yuliang23@xyzq.com.cn

S0190523040003

投资要点

- **全球领先基建央企, 市场加速向头部央企集中, 稳增长政策下持续受益。**建筑央企融资能力强、全产业链服务能力强的综合优势日渐凸显, 随着高壁垒业务占比不断提升, 市场向头部央企集中, 保障业绩稳定增长。中国中铁基建业务领域保持领先; 第二曲线高毛利业务有序拓展。
- **在经济恢复不及预期、消费和出口承压、新旧动能转换的背景下, 我们判断基建作为重要旧动能, 短期内仍需承担经济托底的重要作用, 通过基建发力稳增长的重要性仍在。**但从今年基建资金面实际情况来看, 支持力度仍有待提升, 下半年期待基建支持政策落地。阶段性的货币宽松政策, 政策性开发性金融工具等政策工具值得关注。
- **矿产资源产能扩张, 叠加相关金属价格高位震荡, 为公司贡献重要利润来源。**通过“资源财政化”“资源换项目”, 公司已投资建成5座矿山。2023年国内经济恢复, 新旧消费动能转换, 为有色金属价格提供较好支撑。长期来看, 钼产量相对刚性, 需求前景旺盛, 高品质铜矿获取难度加大, 利好公司矿产资源价值重估。
- **一带一路十周年机遇, 公司具备丰富国际工程经验优势。**2023年3月以来, “一带一路”利好不断, 相关合作有望超预期。中国中铁海外业务占比及增速情况在八大建筑央企中处于中游水平, 过往承接多项“一带一路”标志性工程, 有望受益一带一路新机遇。
- **国企改革+中特估, 公司探索推行股权激励, 有利长远发展。**在国企改革考核进一步严格的背景下, 央企对盈利质量的要求提升。中国特色估值体系首次提及, 推动建筑央企价值发现。公司在国企改革中走在前列, 2021年发布限制性股票激励计划, 有效将股东利益、公司利益和经营者个人利益相结合。解除限售对公司的业绩要求彰显高质量发展决心。
- **盈利预测及评级:** 我们调整对公司的盈利预测, 预计公司2023-2025年EPS为1.43元、1.60元、1.78元, 6月9日收盘价对应PE为5.7倍、5.1倍、4.6倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 宏观经济波动风险、基建投资力度不及预期、公司多元化业务开展不及预期、矿产价格波动风险

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1154358	1273960	1386949	1493330
同比增长	7.6%	10.4%	8.9%	7.7%
归母净利润(百万元)	31276	35403	39643	44012
同比增长	13.2%	13.2%	12.0%	11.0%
毛利率	10.0%	10.5%	10.7%	10.9%
ROE	10.4%	10.5%	10.4%	10.0%
每股收益(元)	1.26	1.43	1.60	1.78
市盈率	6.45	5.70	5.09	4.58

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

目 录

1、中国中铁：全球领先的基建央企、特大型综合建设集团.....	- 5 -
1.1、公司简介.....	- 5 -
1.2、历史沿革与股权结构.....	- 6 -
2、国内基建维持中低速增速新常态，强者更强趋势凸显.....	- 7 -
2.1、短期来看，经济恢复基础尚不稳固，通过基建发力稳增长的必要性仍在，下半年期待基建支持政策落地.....	- 7 -
2.2、中长期来看，基建投资进入新常态.....	- 11 -
2.3、产能失去弹性，市场加速向龙头央企集中.....	- 14 -
3、基建龙头优势明显，业务板块均衡发展.....	- 18 -
3.1、业务结构：基建建设业务为主，多元化业务拓展利于盈利改善.....	- 18 -
3.2、技术实力雄厚，铁路、公路、市政业务市占率领先.....	- 19 -
3.3、基建长期仍将领跑行业，第二曲线经营成效显著.....	- 22 -
3.4、矿产资源有望贡献重要业绩增量，驱动价值重估.....	- 24 -
4、国企改革+中特估，公司探索推行股权激励，有利长远发展.....	- 28 -
5、一带一路十周年机遇，公司具备丰富国际工程经验优势.....	- 31 -
6、现金流&利润率好转，盈利能力有所提升.....	- 33 -
6.1、营收及利润规模名列前茅，保持稳定增长.....	- 33 -
6.2、经营性现金流触底回升，持续改善.....	- 34 -
6.3、业务结构改善，驱动公司盈利能力显著提升.....	- 34 -
6.4、估值与价值偏离程度较大，有望持续修复.....	- 35 -
7、盈利预测与估值.....	- 37 -

图 目 录

图 1、中国中铁历史沿革.....	- 6 -
图 2、中国中铁股权结构（截止 2022 年报）.....	- 6 -
图 3、5 月全国主要 PMI 数据延续回落.....	- 7 -
图 4、近期主要钢厂螺纹钢开工率回暖.....	- 7 -
图 5、近期石油沥青装置开工率回升.....	- 7 -
图 6、疫后消费复苏速度不及预期.....	- 8 -
图 7、疫后出口景气度波动明显.....	- 8 -
图 8、2023 基建相关公共财政支出金额无明显增加.....	- 10 -
图 9、地方政府土地出让收入仍处于负增长.....	- 10 -
图 10、2020 年以来月度新增专项债金额.....	- 11 -
图 11、2018 年以来月度城投债净融资额.....	- 11 -
图 12、中国、日本、美国城市化率对比.....	- 12 -
图 13、中国和日本公路和铁路人均指标（公里/万人）.....	- 12 -
图 14、中国和日本公路和铁路密度指标（.....）.....	- 12 -
图 15、2003 年以来 GDP&基建复合增速.....	- 13 -
图 16、2003 年以来基建投资占 GDP 的比例.....	- 13 -
图 17、中国人口年龄结构占比.....	- 15 -
图 18、建筑行业农民工年龄结构占比.....	- 15 -
图 19、建筑业农民工月平均收入（元）.....	- 16 -
图 20、日本建筑行业从业人数（万人）及占比.....	- 16 -
图 21、日本建筑行业老龄人口比例提升.....	- 16 -
图 22、2022 年八大建筑央企市占率提升至 41%.....	- 17 -
图 23、中国电建、中国交建、中国建筑新签订单增速呈上升态势.....	- 17 -

图 24、2022 年中国中铁各业务收入占比情况.....	- 18 -
图 25、2022 中国中铁基建细分领域新签合同额情况.....	- 18 -
图 26、不同业务毛利率对比.....	- 19 -
图 27、四大建筑央企新签铁路工程合同金额（亿元）.....	- 19 -
图 28、2022 年四大建筑央企新签合同金额及比例.....	- 19 -
图 29、中国中铁估算市占率变化.....	- 20 -
图 30、建筑央企新签公路订单（亿元；%）.....	- 20 -
图 31、城轨新签合同额（亿元）.....	- 21 -
图 32、中国中铁新签合同城轨业务占比.....	- 21 -
图 33、市政及其他（不含城轨）新签合同额（亿元）.....	- 21 -
图 34、市政及其他（不含城轨）新签合同额占比.....	- 21 -
图 35、中国中铁基建建设业务营业收入占比.....	- 22 -
图 36、中国中铁基建建设营业收入及增速.....	- 22 -
图 37、中国中铁基建建设新签合同额占比情况.....	- 23 -
图 38、中国中铁基建建设新签合同额及同比增速.....	- 23 -
图 39、我国铁路固定资产投资情况.....	- 23 -
图 40、中国中铁铁路营收及 YOY.....	- 23 -
图 41、我国公路建设固定资产投资情况.....	- 24 -
图 42、中国中铁公路营收及 YOY.....	- 24 -
图 43、中国中铁基建建设新签合同占比情况（%）.....	- 24 -
图 44、中国中铁市政营收及 YOY.....	- 24 -
图 45、2020 以来铜钼价格高位震荡（元/千克）.....	- 26 -
图 46、矿产资源毛利占比显著高于营收占比.....	- 26 -
图 47、全球钼产量相对刚性（百万磅）.....	- 27 -
图 48、2020 年全球钼初级消费结构.....	- 27 -
图 49、2022 年八大建筑央企 ROE 水平.....	- 29 -
图 50、2022 年八大建筑央企每股经营性现金流（元）.....	- 29 -
图 51、八大建筑央企海外业务营收占比.....	- 32 -
图 52、八大建筑央企海外业务营收增速.....	- 32 -
图 53、八大建筑央企营收规模（亿元）.....	- 33 -
图 54、八大建筑央企归母净利润规模（亿元）.....	- 33 -
图 55、中国中铁营业收入.....	- 33 -
图 56、中国中铁归母净利润.....	- 33 -
图 57、中国中铁经营活动现金流净额（亿元）.....	- 34 -
图 58、八大建筑央企销售净利率（%）.....	- 34 -
图 59、中国中铁市盈率（TTM）.....	- 35 -
图 60、八大建筑央企 2016-2022 年归母净利润增速分位数累计上涨及最大回撤比例.....	- 36 -

表目录

表 1、中国中铁各项企业排名名列前茅.....	- 5 -
表 2、中国中铁主要财务指标.....	- 5 -
表 3、2023 年与 2022 年政府工作报告建筑相关要点对比.....	- 9 -
表 4、近期基建相关政策及会议发言汇总.....	- 9 -
表 5、日本建筑业投资的各个阶段及复合增速（万亿日元）.....	- 13 -
表 6、上市建筑企业分属性收、付现比情况（%）.....	- 14 -
表 7、上市建筑企业分属性年度业绩情况.....	- 15 -
表 8、路桥工程行业竞争格局.....	- 20 -

表 9、公司矿产资源项目情况表（截止 2022 年报）.....	- 25 -
表 10、2022 年与 2023 年央企经营层面任务目标对比.....	- 28 -
表 11、中国中铁限制性股票激励计划（草案）解除限售期及时间安排.....	- 29 -
表 12、中国中铁限制性股票激励计划（草案）解除限售期的公司业绩要求..	- 29 -
表 13、2023 年 3 月以来“一带一路”相关重要外交事件.....	- 31 -
表 14、公司业绩分位数和估值分位数情况（2016-2023Q1）.....	- 35 -
表 15、公司盈利预测假设.....	- 37 -
表 16、盈利预测结果.....	- 38 -

报告正文

1、中国中铁：全球领先的基建央企、特大型综合建设集团

1.1、公司简介

中国中铁股份有限公司是集勘察设计、施工安装、工业制造、房地产开发、资源矿产、金融投资和其他业务于一体的特大型企业集团，总部设在中国北京。作为全球最大建筑工程承包商之一，公司近五年在“ENR 全球 250 强承包商”排名中稳居前 2；同时连续 17 年进入世界企业 500 强，2022 年在《财富》世界 500 强企业排名第 34 位，在中国企业 500 强排名第 10 位。

表 1、中国中铁各项企业排名名列前茅

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
ENR 全球 250 强承包商	2	2	3	2	3	1	2	2	2	2	2	2	2
中国企业 500 强	9	6	12	12	13	11	13	13	13	13	12	12	10
《财富》世界 500 强	137	95	112	102	86	71	57	55	56	55	50	35	34

资料来源：公司公告、财富杂志官网，兴业证券经济与金融研究院整理

上市 15 年来公司维持业绩稳健增长，盈利能力有所提升。2007-2022 年，营业总收入由 1805.07 亿元增长至 11543.58 亿元，实现 13.17% 的年复合增长率；归母净利润由 31.6 亿元增长至 312.8 亿元，实现 16.50% 的年复合增长率，净利率由 1.94% 提升至 3.04%。

三年疫情期间公司收入和净利润仍维持平稳增长，业绩韧性较强，分红较为稳定。2019-2022 年公司实现总营收年复合增长率 10.70%，归母净利润年复合增长率 9.72%。从分红来看，公司 2020-2022 年分别实现分红 44.23 亿元、48.49 亿元、48.50 亿元，三年平均股利支付率为 16.98%。

表 2、中国中铁主要财务指标

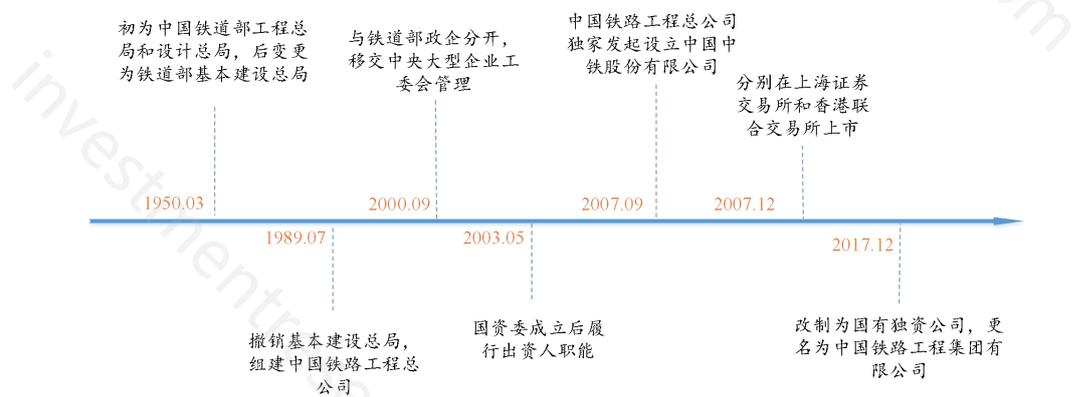
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023Q1
营业总收入（亿元）	6433.57	6933.67	7404.36	8508.84	9747.49	10732.72	11543.58	2726.25
同比增速（%；右轴）	3.08%	7.77%	6.79%	14.92%	14.56%	10.11%	7.56%	2.07%
归母净利润（亿元）	125.1	160.7	172.0	236.8	251.9	276.2	312.8	78.8
同比增速%	2.05%	28.44%	7.04%	37.68%	6.38%	9.65%	13.25%	3.84%
毛利率（%）	8.59%	9.38%	9.90%	9.77%	9.95%	10.00%	9.81%	8.91%
净利率（%）	1.99%	2.06%	2.36%	2.99%	2.81%	2.85%	3.04%	3.26%
ROE（加权）（%）	9.57%	11.25%	10.81%	12.84%	11.85%	11.63%	12.13%	2.92%
股利支付率（%）	-	-	-	17.54%	17.56%	17.56%	15.83%	-

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、历史沿革与股权结构

中国中铁历史源远流长。1950年，公司最初为中国铁道部工程总局和设计总局，后变更为铁道部基本建设总局。1989年，经国务院批准撤销基本建设总局，组建中国铁路工程总公司。2000年，公司与铁道部脱钩，整体移交央企工委会管理。2003年被国务院国资委接手。2007年9月，中国铁路工程总公司独家发起设立中国中铁股份有限公司，并于2007年12月分别在上海证券交易所和香港联合交易所上市。2017年12月由全民所有制企业改制为国有独资公司，更名为中国铁路工程集团有限公司。

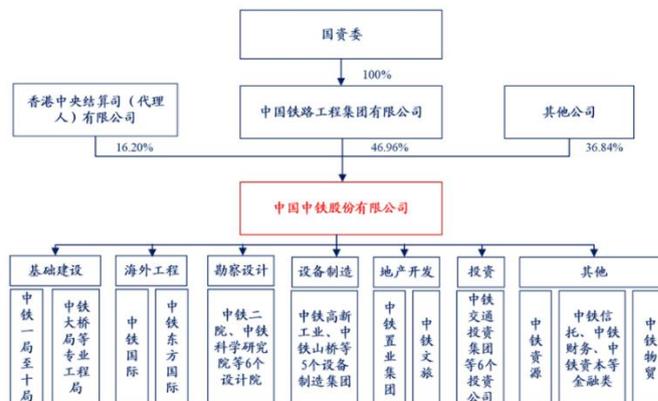
图 1、中国中铁历史沿革



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

中国中铁的大股东为中国铁路工程集团有限公司，持股比例为 46.96%，实际控制人为国务院国资委；鉴于中国中铁为 A+H 股公司，香港中央结算(代理人)有限公司代香港投资者持有的股权比例为 16.20%。公司下属子公司方面，主要可分为基础建设、海外工程、勘察设计、设备制造、地产开发、投资等几大类。

图 2、中国中铁股权结构（截止 2022 年报）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2、国内基建维持中低速增速新常态，强者更强趋势凸显

2.1、短期来看，经济恢复基础尚不稳固，通过基建发力稳增长的必要性仍在，下半年期待基建支持政策落地

● 经济恢复基础尚不稳固，基建仍是经济托底重要力量

5月PMI多数指标延续回落，经济恢复基础尚不稳固。2023年5月，全国制造业PMI为48.8%，环比回落0.4个百分点，同比下降0.8个百分点，连续2个月处于收缩期间。从PMI结构来看，新订单指数回落0.5个百分点至48.3%、新出口订单回落0.4个百分点至47.2%，内需和外需的复苏均略显疲软，内需下滑幅度略大。**建筑业PMI高位回落。**非制造业来看，5月建筑业PMI、服务业PMI录得58.2%、53.8%，分别环比下滑5.7个百分点、1.3个百分点。随建筑业PMI结束60%以上的高位运行，但目前仍处于景气区间。主要钢厂螺纹钢开工率、石油沥青装置开工率等高频数据自5月下旬以来有回暖趋势，行业景气状态有望回升。

图3、5月全国主要PMI数据延续回落

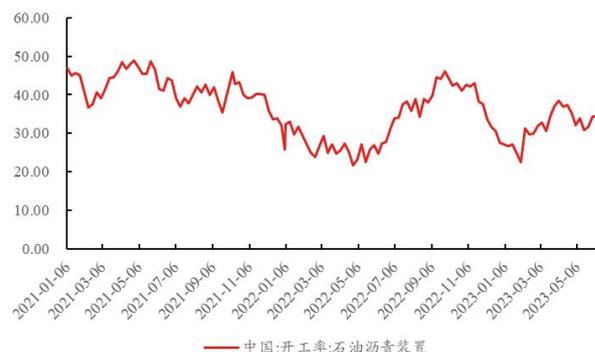


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、近期主要钢厂螺纹钢开工率回暖



图5、近期石油沥青装置开工率回升



请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

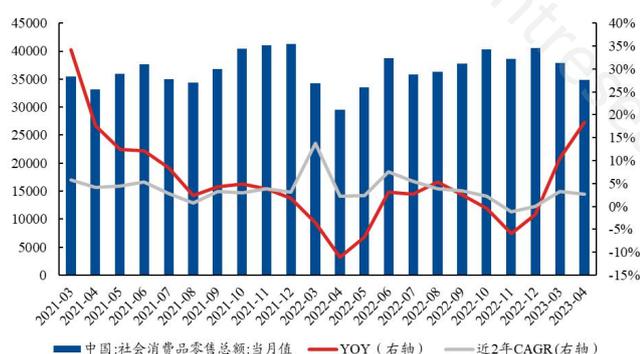
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

在经济恢复不及预期、消费和出口承压、新旧动能转换的背景下，我们判断基建作为重要旧动能，短期内仍需承担经济托底的重要作用。

- 从拉动经济的“三驾马车”来看，疫后消费复苏速度放缓。4月社零总额同比增长18.4%。剔除去年消费受到疫情严重影响的低基数效应影响，4月社零总额两年复合增速为2.6%，较3月下降0.7个百分点，防疫政策放松之后消费未如预期般快速修复。
- 出口景气度波动明显。今年以来我国出口金额当月增速在正负之间反复波动，除了去年同期出口基数较高的影响之外，地缘冲突、全球经济贸易承压等因素也使我国外贸出口遭受挑战。基于以上因素，今年经济增长目标的实现压力较大，投资在短期来看可能仍将是经济增长的主要动力。
- 新旧动能转换之间，产业升级与高端制造业发展仍需经济托底力量。我们判断基建、地产作为重要的旧动能，短期内仍将成为托底经济的重要砝码。

图 6、疫后消费复苏速度不及预期



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、疫后出口景气度波动明显



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 资金面支撑力度未显著提升，下半年期待基建支持政策落地

2023年政府工作报告明确财政政策加力提效，通过基建发力稳增长的必要性仍在。2023年政府工作报告指出，“稳字当头、稳中求进”仍为发展主基调。作为扩大内需的重要构成，基建投资在稳增长中承担的责任仍然重大。

- 经济定调来看，政府工作报告指出我国当前发展面临诸多困难挑战。外部环境不确定性加大，国内经济增长企稳向上基础尚需巩固，需求不足仍是突出矛盾。下一步，扩大国内需求将成为经济社会发展工作首要重点，同时政府投资和政策激励要有效带动全社会投资，推动重大工程及补短板项目建设。
- 政策支持力度来看，积极的财政政策将成为基建主要支撑，2023年拟安排财政赤字率3%，较去年提升0.2个百分点；拟安排地方政府专项债券3.8万亿元，较去年提升1500亿元。

表 3、2023 年与 2022 年政府工作报告建筑相关要点对比

相关指标	2023 年	2022 年
GDP 增速	5%左右	5.5%左右
货币政策	精准有力	加大稳健货币政策实施力度
财政政策	加力提效	提升效能，更加注重精准、可持续
M2 与社融增速	与 GDP 名义增速匹配	与 GDP 名义增速匹配
地方专项债预算	3.8 万亿	3.65 万亿
赤字率	3%左右	2.8%左右
投资	政府投资和政策激励要有效带动 全社会投资 ，今年拟安排地方政府专项债券 3.8 万亿元，加快实施“ 十四五 ” 重大工程 ，实施 城市更新 行动，促进区域优势互补、各展其长，鼓励和吸引更多 民间资本 参与 国家重大工程和补短板项目建设 ，激发民间投资活力。	1) 积极扩大有效投资。围绕国家重大战略部署和“十四五”规划， 适度超前开展基础设施投资 。建设重点水利工程、综合立体交通网、重要能源基地和设施，加快城市燃气管道、给排水管道等管网更新改造，完善防洪排涝设施，继续推进地下综合管廊建设；2) 提升新型城镇化质量。有序推进 城市更新 ，加强市政设施和防灾减灾能力建设，开展老旧建筑和设施安全隐患排查整治，再开工改造一批城镇老旧小区，支持加装电梯等设施，推进无障碍环境建设和公共设施适老化改造。健全常住地提供基本公共服务制度。加强县城基础设施建设。稳步推进城市群、都市圈建设，促进大中小城市和小城镇协调发展。推进成渝地区双城经济圈建设。

资料来源：政府官网，兴业证券经济与金融研究院整理

表 4、近期基建相关政策及会议发言汇总

时间	发布单位	政策内容
2022 年 12 月 17 日	财政部	合理安排赤字率和地方政府专项债券规模， 适度扩大专项债券资金投向领域和用作资本金范围 ，今明两年持续形成实物工作量和投资拉动力，确保政府投资力度不减。
2022 年 12 月 21 日	国常会	要抓住时间窗口，狠抓政策落实。一是对落实稳经济一揽子政策措施抓好填平补齐，确保全面落地。二是 推动重大项目建设 和设备更新改造形成更多实物工作量，符合冬季施工条件的不得停工。
2022 年 12 月 30 日	央行	用好政策性开发性金融工具，重点发力支持和带动基础设施建设。
2023 年 1 月 3 日	财政部	财政部部长刘昆表示要适度加大财政政策扩张力度。一是在财政支出强度上加力。统筹财政收入、财政赤字、贴息等政策工具， 适度扩大财政支出规模 。二是在专项债投资拉动上加力。 合理安排地方政府专项债券规模，适当扩大投向领域和用作资本金范围，持续形成投资拉动力。
2023 年 1 月 18 日	发改委	国家层面，春节前后将集中下达一批中央预算内投资， 支持新型基础设施领域重大项目建设 ，特别是将显著加大对中西部偏远地区信息网络建设投入，着力补齐短板弱项。
2023 年 2 月 9 日	交通部	抓一季度有效施工期，加快推进项目复工开工和建设实施，确保全年建设投资项目如期实现。
2023 年 2 月 10 日	水利部	2023 年重点推进前期工作的 60 项重大水利工程，各地要全力以赴加快推进前期工作， 力争尽早开工建设 。对第一季度拟开工的 11 项重大水利工程，各有关单位要切实增强紧迫感和节点意识，推动项目按期开工建设。同时，要“预”字当先、“实”字托底， 提前谋划好第二季度开工的重大项目 ，落实责任，压茬推进，确保完成年度目标任务。
2023 年 2 月 13 日	国务院	加强水利基础设施建设 。扎实推进重大水利工程建设，加快构建国家水网骨干网络。加快大中型灌区建设和现代化改造。实施一批中小型水库及引调水、抗旱备用水源等工程建设。加强田间地头渠系与灌区骨干工程连接等农田水利设施建设。
2023 年 2 月 16 日	人民银行、交通运输部 and 银保监会	加大对交通物流基础设施和重大项目的市场化资金支持 ，助力交通强国建设。加强政策性开发性金融工具投资交通物流项目的配套融资支持。鼓励金融机构为完善综合交通网络布局、落地“十四五”规划重大工程、加快农村路网建设、水运物流网络建设等提供支持。
2023 年 3 月 17 日	央行	于 2023 年 3 月 27 日 降低金融机构存款准备金率 0.25 个百分点 （不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构）。

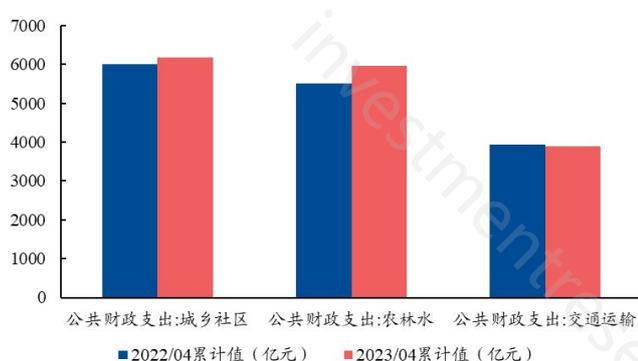
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

资料来源：政府官网，兴业证券经济与金融研究院整理

但从今年基建资金面实际情况来看，支持力度仍有待提升，下半年基建投资提速仍需资金面更大力度支持。

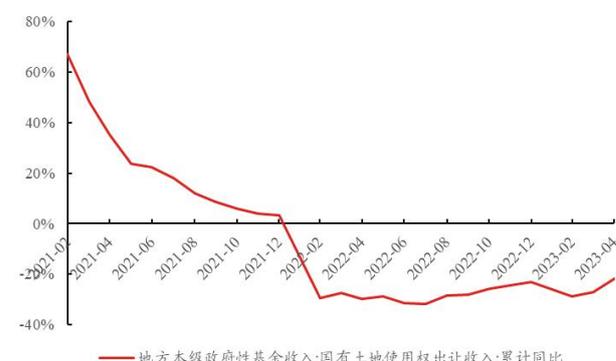
- **国家预算内资金方面**，今年1-4月累计，全国一般公共预算支出86418亿元，同比增长6.8%。公共财政支出中与基建相关性较大的城乡社区、农林水利、交通运输支出金额同比增速分别为3.1%、8.0%、-0.7%，并未有显著超额增幅。从近期地方政府土地出让收入来看，虽仍处于同比大幅下滑阶段，但今年以来呈现底部企稳回升趋势，考虑到今年房地产市场防范化解风险基调下，有可能为基建提供部分增量资金。

图8、2023基建相关公共财政支出金额无明显增加



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

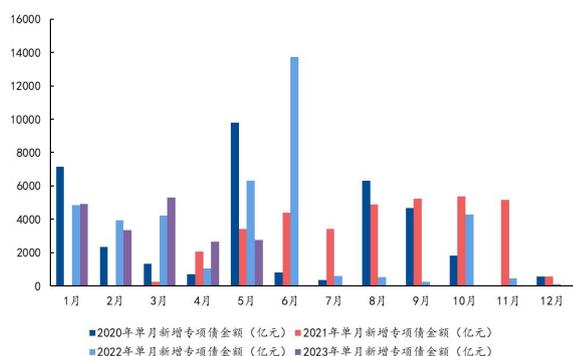
图9、地方政府土地出让收入仍处于负增长



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

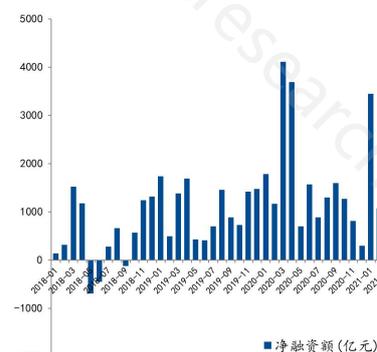
- **专项债方面**，新增专项债额度难有较大增量，发行节奏没有显著加快。1) 从新增专项债额度来看，2022年拟安排地方政府专项债券为3.65万亿，但实际上由于使用了5029亿元结存限额空间，最终全年新增专项债金额40264亿元。虽然今年仍有可能获准盘活结存专项债限额，但考虑到去年没有产生结存增量，今年新增专项债额度可能不会有较大增量。2) 从实际专项债发行节奏来看，截止2023年5月底，全国共新增专项债18970亿元，为去年同期金额的93.27%，完成全年新增额度目标的49.9%，低于去年同期的55.7%。因此今年前5个月专项债发行节奏并没有显著加快。
- **城投债情况来看**，今年1-5月城投债净融资额6625.76亿元，相比去年同期的7759.74亿元下滑14.6%。
- **考虑到基建资金是基建投资极重要的前端指标**，下半年基建投资提速仍需资金面更大力度支持。

图 10、2020 年以来月度新增专项债金额



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、2018 年以来月度城投债净融资额



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

考虑到当前经济恢复动能不足，通过基建发力稳增长必要性和紧迫性仍在，下半年我们认为可以期待基建相关刺激政策出台，为稳增长保驾护航。值得关注的辅助工具可能包括阶段性的货币宽松政策，政策性开发性金融工具、特别国债、PSL 等政策工具。例如下一阶段政策性开发性金融工具持续发挥作用的可能性已有所暗示，5 月 15 日，人民银行发布的《2023 年第一季度中国货币政策执行报告》显示，持续发挥政策性开发性金融工具的作用，增强政府投资和政策激励的引导作用，有效带动激发民间投资。

2.2、中长期来看，基建投资进入新常态

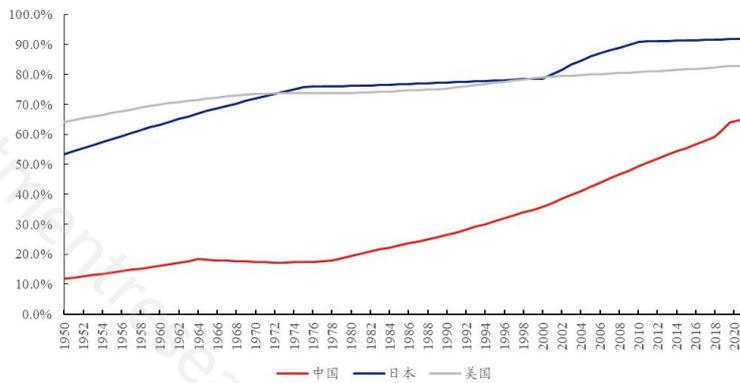
中国的城市化率与日本差距较大，还有较大的提升空间。城市化是推动基础设施发展的最重要的因素之一，2022 年日本的城市化率为 91.95%，居于较高水平；而 2022 年中国的城市化率仅为 65.22%，大致相当于日本 1962 年的水平（65.1%），中国的城市化率还有较大的提升空间。随着中国城市化进程的不断加深，预计未来我国基础设施业务仍有广阔发展空间。

从 1960 年至今，日本建筑业经历了长达 60 余年的发展历史，1960-2022 年建筑业投资从 2.51 万亿日元至 67 万亿日元，复合增速为 5.44%。根据日本建筑业投资增速情况，我们把 1960 年以来的日本建筑业发展分为 5 个阶段：

- 1) 高速增长时期（1960-1973）：受益于经济高增长的带动和日本财政政策侧重公共工程开支的刺激，建筑业投资的复合增速达 20.6%，政府基建投资和民间基建投资均表现出高增长；
- 2) 缓慢增长期（1974-1985）：1973&1978 年两次石油危机影响使得包括日本在内的工业化国家经济增长明显放缓，建筑业投资复合增速仅为 4.7%；
- 3) 泡沫时期（1986-1992）：1986 年开始建筑业投资有所提速，期间复合增速达 7.6%，1990 年民间建筑投资达到峰值、政府投资继续增长，建筑业投资在 1992 年达到历史峰值；

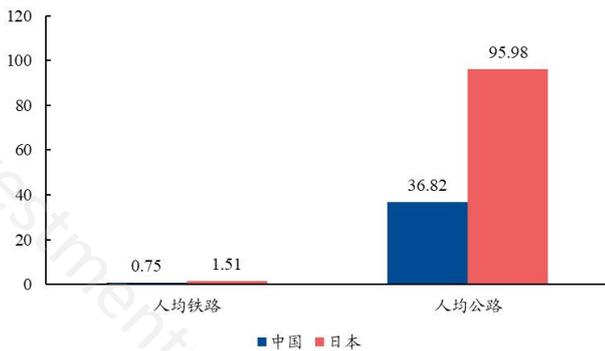
- 4) 下行期(1993-2010): 1993年之后日本建筑业进入长达近20年的下行期,2010年建筑业投资仅为1992年的49.9%,不过泡沫破灭后日本政府基建投资又连续增加了2年并在1995年达到峰值;
- 5) 复苏期(2011之后): 在地震灾后重建、安倍经济学所要求的扩大公共投资、东京奥运会建设驱动基建投资等一系列因素刺激之后,日本建筑业投资进入十年左右的恢复增长期。2015年建筑业投资增速达到峰值19.29%,2016年之后总体增速有所回落,2017-2022年复合增速为1.78%,但整体仍保持增长趋势。同时,2025年大阪世博会、2021年开始的防灾设施建设计划等因素或对基建产生类似的刺激效应,从而支撑建筑业平稳发展。

图 12、中国、日本、美国城市化率对比



资料来源: 联合国, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、中国和日本公路和铁路人均指标(公里/万人)



资料来源: Wind、CIA, 兴业证券经济与金融研究院整理
注: 中国数据截止 2021 年, 日本数据截止 2018 年

图 14、中国和日本公路和铁路密度指标(公里/万平方公里)



资料来源: Wind、CIA, 兴业证券经济与金融研究院整理
注: 中国数据截止 2020 年, 日本数据截止 2015 年

表 5、日本建筑业投资的各个阶段及复合增速（万亿日元）

时期划分	时间范围	投资额			复合增速	
		期初	期末	总体	政府	民间
高速增长时期	1960-1973	2.51	28.67	20.6%	19.3%	21.2%
缓慢增长期	1974-1985	29.39	49.96	4.9%	5.8%	4.5%
泡沫时期	1986-1992	53.56	83.97	7.8%	7.6%	7.9%
下行期	1993-2010	81.69	41.93	-3.6%	-3.5%	-3.7%
复苏期	2011 至今	42.11	66.99	4.3%	3.0%	5.1%

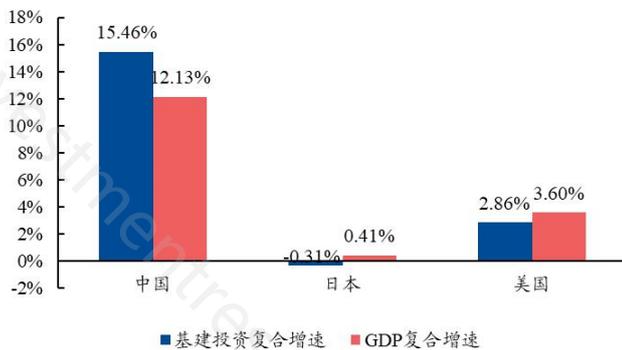
资料来源：日本国土交通省，兴业证券经济与金融研究院整理

注：数据截止 2022 年底。

中长期来看，我国基建投资增速大概率向 GDP 增速回归。2003 年-2022 年，我国基建投资复合增速 15.46% > GDP 复合增速 12.13%；对比美国和日本，美国基建投资复合增速 2.86% < GDP 复合增速 3.60%，日本基建投资复合增速 -0.31% < GDP 复合增速 0.41%——美国和日本基建增速均小于 GDP 增速。参照美国和日本经验，中长期来看，随着我国经济增速由高速增长转入中低速增长，我国基建投资增速也将趋势性放缓。事实上，自 2018 年起，我国基建投资增速连续 4 年低于 GDP 增速，直至 2022 年基建投资重回高位增长轨道。

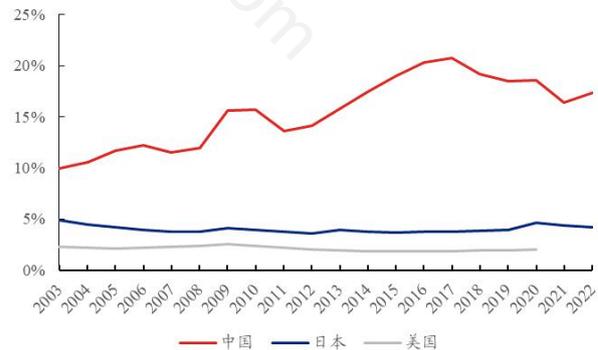
对比美国和日本，我国基建投资占 GDP 比例偏高，基建投资增速将低于 GDP 增速。我国基建投资增速长期高于 GDP 增速的一个显著结果便是基建投资占 GDP 的比例持续提升——占比从 2003 年的 9.97% 持续提升，2017 年高达 20.8%，而美国基建投资占 GDP 的比例在 2% 左右、日本基建投资占 GDP 4% 左右。我国基建投资占 GDP 比例过高，基建投资拉动经济增长的模式造成了日益庞大的地方政府债务，在中央严控地方政府债务的大背景下，基建投资的需求弹性将逐渐衰减，2022 年基建投资占 GDP 比重已降低至 17.38%，长期来看基建投资增速将低于 GDP 增速。

图 15、2003 年以来 GDP&基建复合增速



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 16、2003 年以来基建投资占 GDP 的比例



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、产能失去弹性，市场加速向龙头央企集中

建筑企业的产能主要包括人员、资金、管理三项，过去 10 年建筑行业的快速扩张事实上就是产能的扩张。回顾建筑行业的发展史，过去 10 年中国正处于人口红利、M2 持续高增长的宏观环境中，建筑企业的产能具备极强的弹性（资金&人员产能弹性极强，管理产能的瓶颈还远远未到）。因此，在过去建筑行业的研究中，都是以需求为主的研究框架，甚少提及产能的问题，经常默认建筑企业的产能是无限的。然而，在经历了 2018 年的“去杠杆”之后，建筑企业的资金产能弹性开始逐渐消失。中期来看，伴随着人口红利的消失，建筑企业的人员产能弹性也将逐渐消失。伴随着产能弹性的消失，建筑企业的需求端开始向仍然具备产能弹性的企业加速集中，这是将是未来行业格局变化的核心力量。

● 资金产能：融资不再“简单”，“去杠杆”加速产能出清

建筑工程项目按照进度支付工程款的结算模式导致建筑企业普遍存在垫资的现象，从收现比来看，民营企业的收现比明显低于地方国企和央企，这说明民营企业在项目中的垫资比例更高，现金流更差。

2018 年“去杠杆”，民企收入增速快速收缩，央企收入增速显著上涨。虽然建筑民企的垫资比例更高，现金流更差，但是 2018 年以前建筑民企的收入扩张速度远快于建筑央企和地方国企，这说明了在过去资金产能并不是限制企业扩张的主要因素，或者说资金的产能弹性极大。2018 年资金产能突然失去弹性之后，民企的收入增速出现快速的收缩，央企及地方国企收入增速快速上涨。

表 6、上市建筑企业分属性收、付现比情况（%）

收现比		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
央企		97.20%	98.43%	101.82%	101.56%	103.05%	102.37%	100.03%
YOY		3.22pct	1.24pct	3.39pct	-0.26pct	1.49pct	-0.68pct	-2.34pct
地方国企		97.89%	93.25%	97.45%	95.44%	91.63%	89.70%	90.53%
YOY		5.21pct	-4.64pct	4.20pct	-2.01pct	-3.81pct	-1.93pct	0.84pct
民企		89.84%	92.39%	88.49%	86.99%	94.60%	92.81%	95.39%
YOY		3.64pct	2.55pct	-3.90pct	-1.50pct	7.60pct	-1.79pct	2.58pct
付现比		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
央企		79.59%	87.25%	91.72%	91.50%	91.80%	93.71%	90.76%
YOY		1.14pct	7.66pct	4.46pct	-0.22pct	0.30pct	1.91pct	-2.96pct
地方国企		83.17%	81.84%	85.21%	81.35%	79.34%	80.19%	78.63%
YOY		5.88pct	-1.32pct	3.37pct	-3.86pct	-2.01pct	0.85pct	-1.56pct
民企		68.61%	74.58%	70.40%	69.15%	75.84%	70.92%	74.58%
YOY		1.06pct	5.97pct	-4.18pct	-1.24pct	6.69pct	-4.93pct	3.66pct

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表 7、上市建筑企业分属性年度业绩情况

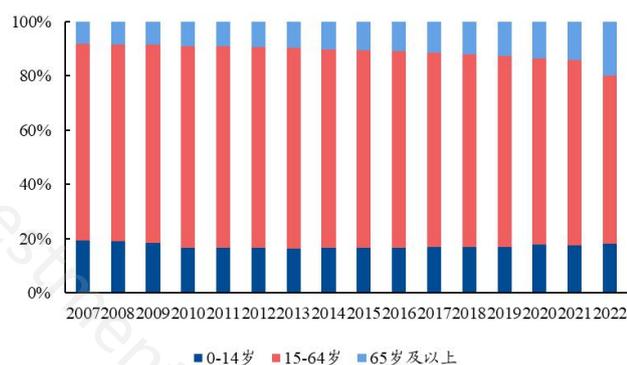
营业收入 (亿元)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
央企	35266.9	38660.2	42108.4	48733.1	54897.0	62875.4	69455.1
YOY (%)	5.9%	9.6%	8.9%	15.7%	12.6%	14.5%	10.5%
地方国企	3757.6	4815.9	5558.5	7205.9	9294.3	11367.1	12412.0
YOY (%)	6.8%	28.2%	15.4%	29.6%	29.0%	22.3%	9.2%
民企	1734.2	2048.6	2464.5	2759.4	2755.0	2989.4	2663.2
YOY (%)	10.7%	18.1%	20.3%	12.0%	-0.2%	8.5%	-10.9%
归母净利润 (亿元)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
央企	965.2	1116.9	1194.4	1325.5	1352.8	1543.6	1687.1
YOY (%)	9.1%	15.7%	6.9%	11.0%	2.1%	14.1%	9.3%
地方国企	113.6	171.8	173.7	152.6	190.6	170.7	159.7
YOY (%)	24.8%	51.3%	1.1%	-12.2%	24.9%	-10.5%	-6.4%
民企	98.6	117.8	130.3	141.0	145.4	-80.5	-9.4
YOY (%)	13.3%	19.5%	10.6%	8.2%	3.1%	-155.4%	-88.3%

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

● 人员产能: 建筑劳务人员不可逆地减少, 劳务人员将向龙头企业集中

伴随着人口红利的逐渐消失, 我们认为建筑行业的人员产能弹性也将逐渐消失。我国人口结构中, 65 岁以上人口占比持续提升, 由于中国建筑施工人员以农民工为主, 其老龄化程度更严重; 从建筑农民工工资来看, 2009 年平均月工资 1625 元, 2021 年平均月工资达到 5141 元, CAGR 达到了 10.07%, 人口红利的减弱已反映在人工成本之上, 建筑业劳务工人的供给开始逐渐收紧。

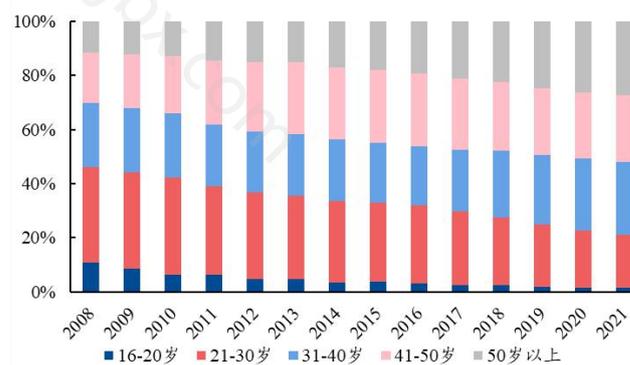
图 17、中国人口年龄结构占比



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

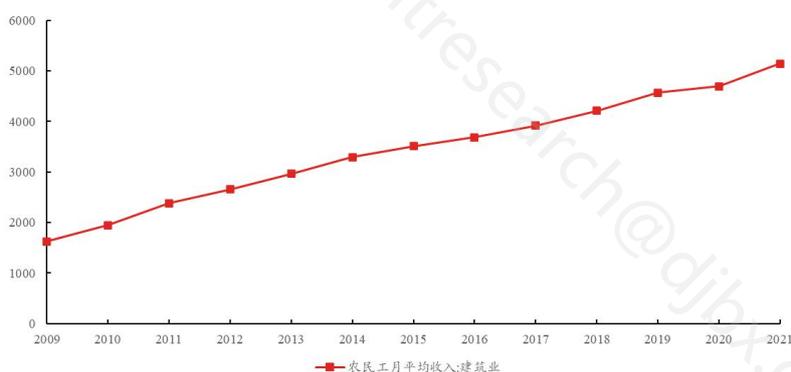
注: 2022 年数据为 16-60 岁, 60 岁及以上

图 18、建筑行业农民工年龄结构占比



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

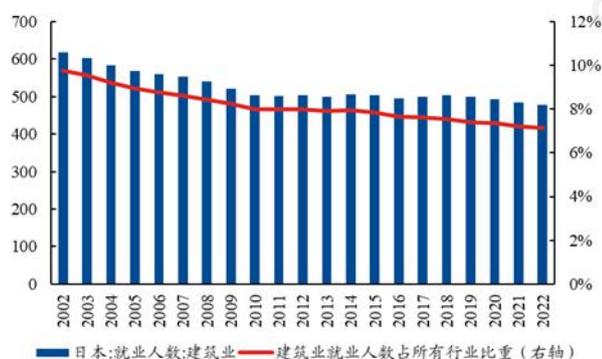
图 19、建筑业农民工月平均收入（元）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

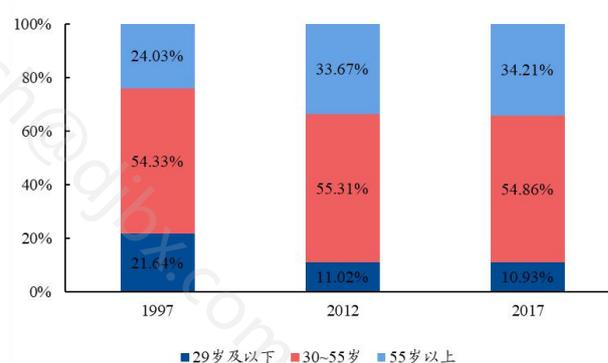
从日本的案例来看，作为早已经进入老龄化的国家，日本目前的建筑从业人员只有其高峰期的左右 70%，而且老龄化情况严重。1997 年之后，日本建筑从业人数持续下降、人员产能不断减少，2017 年时从业人员仅为高峰时的 60%；而且建筑行业出现严重的老龄化现象，29 岁以下的建筑从业人员占比从 21.6% 下降至 11%，而 55 岁以上人口占比从 24% 提升至 34%。

图 20、日本建筑行业从业人数（万人）及占比



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 21、日本建筑行业老龄人口比例提升



资料来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

在人员产能减少、人员趋于老龄化的背景下，日本建筑业的人员产能向龙头公司集中。与中国的情况类似，日本建筑工人普遍和劳务公司签订雇佣合同，而大型的建筑公司通过和劳务公司签订合同的方式来保证劳动力供给。随着建筑行业劳动力的减少，日本建筑龙头企业越来越倾向于与劳务公司签订长期合同，既保证了建筑工人收入的稳定，又保证大建筑公司的稳定的施工能力、降低招工成本。在这种情况下，当建筑需求有所回暖的时候，掌握了人员产能的龙头建筑企业便获得了相对于业主的议价能力，其盈利弹性更大。

综上，我们认为，伴随着人口年龄结构的变化，我国的建筑劳务人员将快速减少，人员产能将成为未来建筑行业的另一个主要约束因素，大量建筑企业将失去扩张的能力。在未来人员产能不再像往常一样“予取予求”，大量的建筑企业将失去人

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

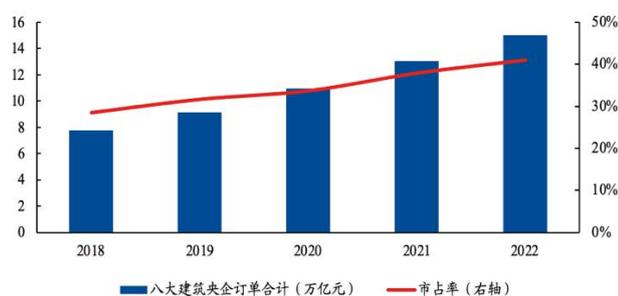
员的产能弹性。当需求改善时拥有人员产能的建筑企业才能够迅速扩张、进而占据更多的市场份额和利润。

● 行业向有产能弹性的龙头央企集中

2018年的“去杠杆”加速了产能拐点的来临。从2018年之后，在需求弹性逐渐衰减的背景下，建筑行业的需求在迅速压缩后，进入了平缓增长的阶段，未来基建投资波动将弱化，需求将处于稳定增长的态势，在此背景下，建筑行业的供给端变化将是建筑企业最核心的影响因素。未来在资金和产能端能够拥有扩张弹性的企业将快速获取市场份额，加速市场的集中。

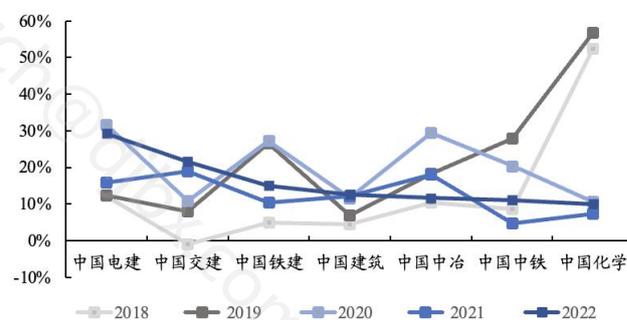
建筑市场加速向头部集中，八大建筑央企订单规模持续突破。1) 整体来看，市占率方面，凭借在资金、资源、资质上的明显优势，八大建筑央企市场份额持续扩张，近五年新签订单合计数占建筑业新签订单比重分别为28.4%、31.6%、33.6%、37.9%、41.0%，呈现快速提升趋势；平均订单增速方面，八大建筑央企近五年平均新签订单增速分别为13.2%、22.4%、20.2%、12.5%、16.5%，五年均值为17.0%，整体保持较高水平。同时伴随稳增长系列政策落实下沉及国企改革考核进一步趋严，八大建筑央企2022年新签订单增速实现回升，业绩实现加速放量。

图 22、2022 年八大建筑央企市占率提升至 41%



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 23、中国电建、中国交建、中国建筑新签订单增速呈上升态势



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

需求的增量将向具备产能弹性的企业快速集中，并带动盈利的持续提升和现金流的持续改善。业主的综合服务需求提升，例如对央企间接融资、总承包方面的诉求有所提高。包括中国中铁在内的建筑龙头央企具有最为优质的融资渠道、最为低廉的融资成本，强大的全产业链服务优势，将是行业供给端变化的最大受益者。

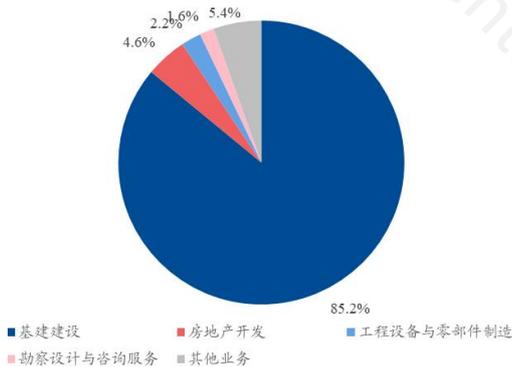
3、基建龙头优势明显，业务板块均衡发展

3.1、业务结构：基建建设业务为主，多元化业务拓展利于盈利改善

基建建设在中国中铁业务结构中占绝对主导。从营业收入占比来看，2022 年基建建设收入达 9,835.33 亿元，占总收入比例为 85.2%。从新签合同额来看，2022 年新签合同中基建建设新签合同达 26659.3 亿元，占新签合同总额（30323.9 亿元）的 87.9%。

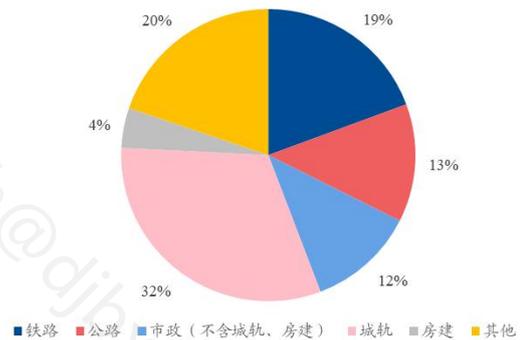
基建建设内部业务较为均衡。中国中铁的基建建设业务包含铁路建设、公路建设、（大）市政及其他建设，其中（大）市政建设又可以细分为城市轨道交通建设、市政（不含城轨、房建）建设、房建建设等。按照最细分业务比例来看，基建建设中房建占比最高，其次为铁路、公路、市政（不含城轨、房建）和城轨，2022 年新签合同占全部新签合同额的比例分别为 32%、19%、13%、12%和 4%，合计占比达 80%。

图 24、2022 年中国中铁各业务收入占比情况



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

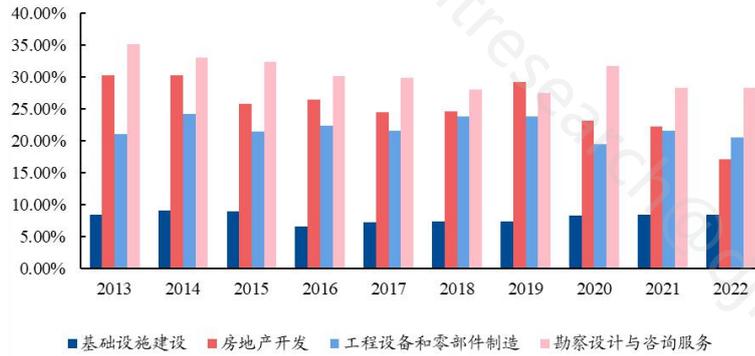
图 25、2022 中国中铁基建细分领域新签合同额情况



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

非基建建设业务具有低占比、高毛利特点，积极拓展多元化的非基建建设业务有利于公司盈利改善。从毛利来看，非基建业务毛利率显著高于基建业务，毛利最高的是矿产资源业务（55.64%），以 0.65% 的营业收入占比贡献了约 3.70% 的毛利润。其次是勘察设计与咨询业务（28.3%）、以及工程设备业务（20.56%）。

图 26、不同业务毛利率对比



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2、技术实力雄厚，铁路、公路、市政业务市占率领先

铁路龙头地位稳固，支撑公司发展。国内铁路建设领域，中国中铁和中国铁建形成稳定的双寡头垄断格局。从建国至今，我国铁路建设市场经历了四个阶段：

- 计划经济阶段（1949-1984）：通过行政指令将基建任务分配给基建单位；
- 改革探索阶段（1984-2000）：开始推行招标投标，按照投资包干制度进行；
- 路内开放阶段（2000-2004）：施工等企业从铁道部剥离，实行公开招投标；
- 全面放开阶段（2004 至今）：设计、施工、监理全面放开。

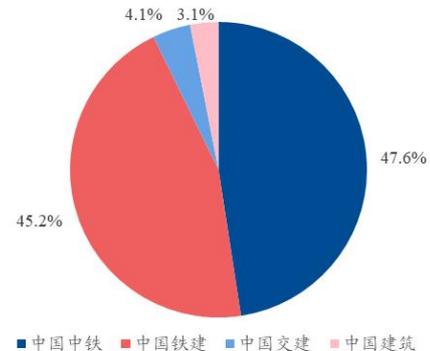
尽管我国铁路建设市场已经全面放开，但是由于历史原因，中国中铁和中国铁建在建设经验、技术实力等因素有绝对优势，而且铁路工程投资规模大，所需的机器设备及前期投资等形成了民营企业难以进入的门槛，因此我国铁路建设市场基本形成了中国中铁、中国铁建平分秋色的双寡头竞争格局。中国中铁在铁路建设方面订单增长近年来领先中国铁建，2018~2022 年各年度新签铁路订单分别高于中国铁建 420.40 亿元、499.18 亿元、661.70 亿元、570.99 亿元、255.78 亿元，未来在双寡头格局中中国中铁有望继续保持小幅领先。

图 27、四大建筑央企新签铁路工程合同金额（亿元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 28、2022 年四大建筑央企新签合同金额及比例



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公路建设第一梯队。目前，国内从事路桥工程施工的企业，按照所有制性质和规

模划分，主要可分为以下三类：

- ✓ **路桥央企：**包括中国交建、中国铁建、中国中铁、中国建筑、中国电建等在内，该类企业技术、资金实力雄厚，特大工程建设经验丰富；
- ✓ **地方路桥国企：**包括四川路桥、龙建股份、湖南路桥建设集团公司等，该类企业具有良好的地方公共关系，同时兼具有较强的规模优势、明显的技术优势和丰富的业务经验；
- ✓ **路桥民企：**以民营企业为代表的公路工程施工企业，包括成都路桥、腾达建设；相比之下，此类企业往往以中小型规模居多。

中国中铁发力公路建设，2015-2020年新签订单快速提升。2020年达到阶段性高峰，在公路领域新签订单4097.6亿元，同比增长超过30%，建筑央企中位居第一。中国交建、中国铁建新签订单分别为2769.1亿元、2621.7亿元，位居二、三位，与中国中铁相差1328.5亿元、1475.9亿元。随着我国路网建设步入平稳期，公路建设固定资产投资增速逐渐趋缓，龙头建筑央企公路业务增速也呈现出向行业增速回归趋势，2018-2022年中国中铁、中国铁建、中国交建公路新签订单CAGR分别为3.66%、9.41%、3.04%，相对全国公路建设固定资产投资增速（5.24%）并未呈现出显著优势。

表 8、路桥工程行业竞争格局

类型	特点	代表性企业
特大型建筑企业	资质齐全，技术实力强；资金实力雄厚；特大工程建设经验丰富；业务遍布全国各个省份	中国交建、中国铁建、中国中铁、中国电建、中国建筑
地域性建筑企业	地方公共关系良好；兼具有较强的规模优势、明显的技术优势和丰富的业务经验；业务收入主要来自于当地省市	四川路桥、龙建股份、山东公路集团
民营建筑企业	业务规模相对较小，地域性较强	成都路桥、腾达建设、中泰桥梁

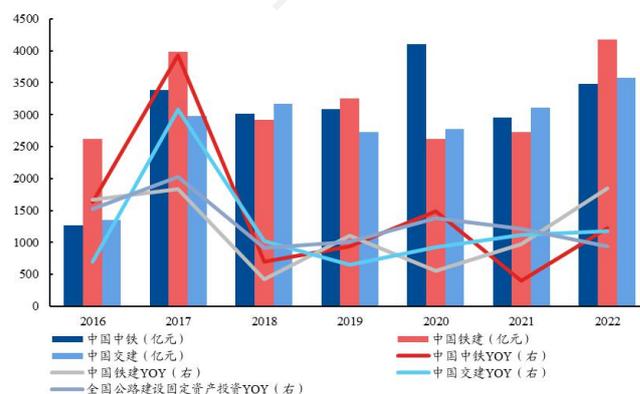
资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

图 29、中国中铁估算市占率变化



资料来源：公司公告、iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 30、建筑央企新签公路订单（亿元；%）



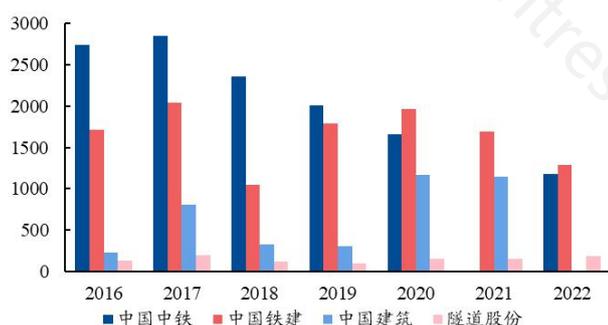
资料来源：公司公告、Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

城轨市场稳居前二，小市政业务和房建业务占比持续提升，成为中国中铁业绩增长主要驱动。

轨道交通工程是市政工程的一部分，近年来增长较快，目前还未出现以轨道工程为主业的大型建筑企业，城轨占比最高的隧道股份的轨道工程占比仅 25% 左右。目前参与城轨工程市场的大型建筑上市公司有中国中铁、中国铁建、中国交建、中国建筑以及隧道股份等；从城轨工程新签订单规模来看，中国中铁市场占比居首；2022 年，中国中铁新签城轨订单 1177.4 亿元，略微低于中国铁建的 1283.3 亿元。地铁赋予的作用不仅仅是民生工程，并且在特殊时期也是一种国防工程，未来城轨行业的市场竞争格局将较为稳定，中铁的市场占有率难有大幅波动，支撑未来中铁业绩的稳定增长。

2008-2013 年，中国中铁市政业务（不含城轨）新签合同额总体呈现低基数、跳跃增长态势；而自 2016 年以来，公司市政（不含城轨）业务呈现出持续高增长的态势，2022 年，市政（不含城轨）新签合同额占公司新签合同额高达 55.5%，结合市政建设的广阔前景以及地产房建的长期韧性，积极看好中国中铁这两块业务的未来发展。

图 31、城轨新签合同额（亿元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：中国中铁 2021 年末公布城轨新签合同额，中国建筑 2022 年末公布城轨新签合同额

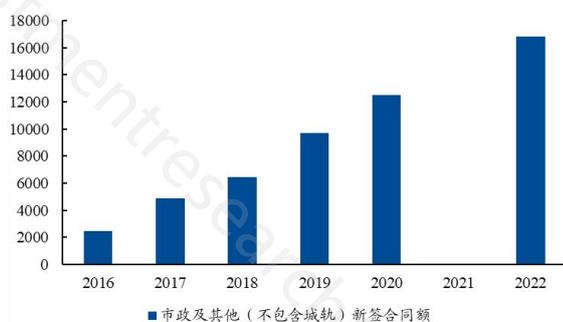
图 32、中国中铁新签合同城轨业务占比



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：中国中铁 2021 年末公布城轨新签合同额

图 33、市政及其他（不含城轨）新签合同额（亿元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：中国中铁 2021 年末公布城轨新签合同额

图 34、市政及其他（不含城轨）新签合同额占比



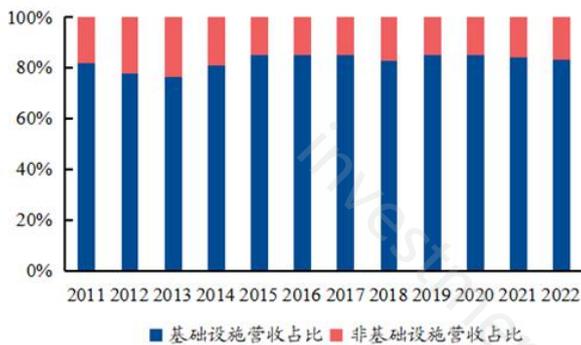
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：中国中铁 2021 年末公布城轨新签合同额

3.3、基建长期仍将领跑行业，第二曲线经营成效显著

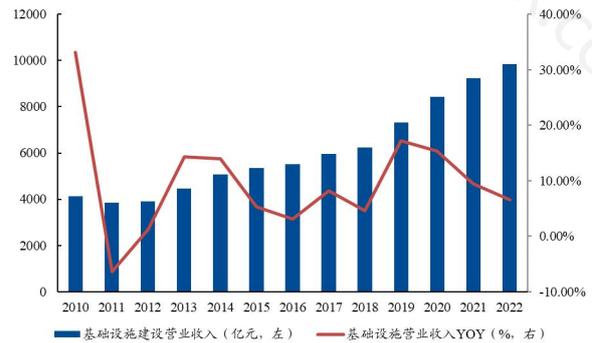
基建建设业务营业收入占公司收入大头，近年来增速较稳健。基建建设业务收入占比通常在80%以上，对公司的业绩起决定性的作用；2015年起，国内基建投资整体增速下行，公司基建建设收入增速放缓。2019年多项基建支持政策推出以来，基建建设营收增速显著回升。2023年随疫情影响消散，基建投资在“稳增长”中托底作用进一步凸显，公司基建业务营收有望加速增长。

图 35、中国中铁基建建设业务营业收入占比



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

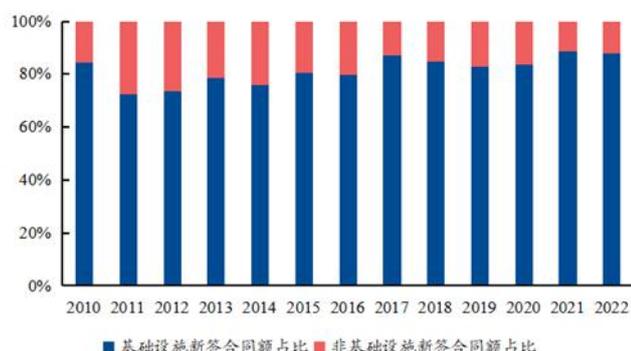
图 36、中国中铁基建建设营业收入及增速



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

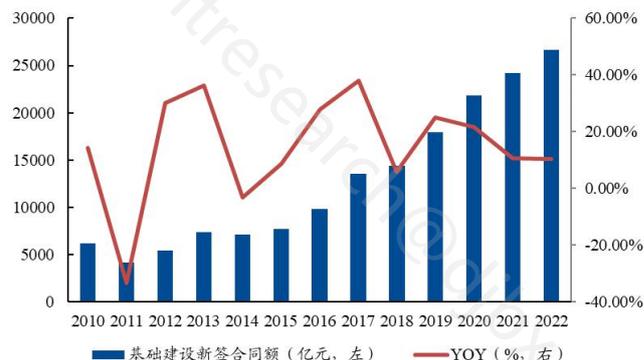
基建建设新签合同增速高峰回落，2019年起呈现平稳发展态势。基建建设新签合同占合同总额近年来维持在80%以上，2010年-2022年新签合同额CAGR达到12.9%。2017年至今中国中铁基建建设新签合同呈现高峰回落走势。主要原因是2015年PPP项目推出刺激了整体基建走势，中国中铁铁路、公路、市政等基建业务充分受益，高速发展。但在2016年达到高峰后，PPP项目“类BT”、“明股实债”等乱象屡见不鲜，2017年末至2018年，受全国PPP项目规范“清库”、“资管新规”以及降杠杆控风险政策的影响，公司主动和被动都减少了基础设施投资项目的获取，基建业务2017年之后下挫。而随着2018年末“补短板”政策项目落地、PPP“清库”接近尾声以及2019年下半年全方位基建支持政策推出，中国中铁新签合同额出现大幅反弹，2021年以来稳增长政策持续落地，受疫情等因素影响公司新签合同额相比2019-2020年略有回落，但仍维持10%以上的增速。

图 37、中国中铁基建建设新签合同额占比情况



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 38、中国中铁基建建设新签合同额及同比增速

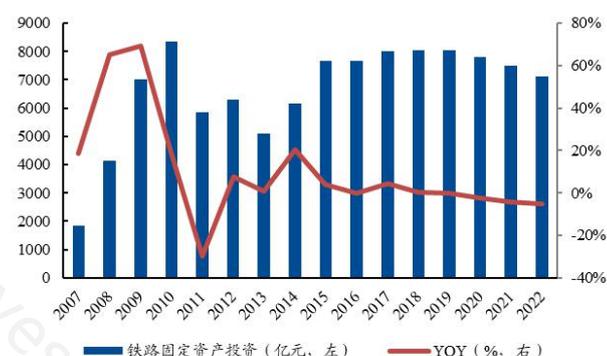


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

市场加速向龙头央企集中，中国中铁作为全球领先的建筑央企、特大型综合建设集团将持续收益，长期来看仍将领跑行业。

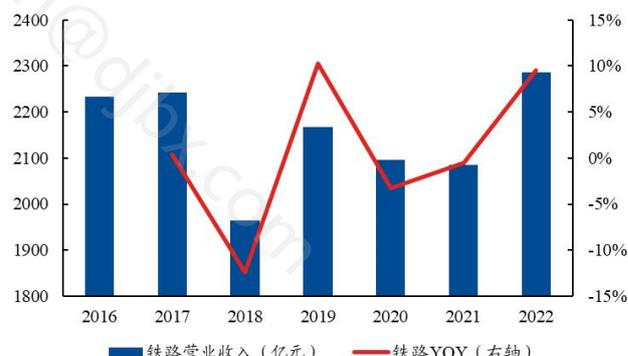
我国铁路投资逐年降低，中国中铁铁路业务收入 2022 年逆势上涨。2017~2019 年我国铁路固定资产投资维持在 8000 亿以上，2019~2022 年持续降低。2022 年中国中铁铁路业务收入显著提升，主要系政策利好以及公司加大对市场的开拓力度所致。全国铁路投资规模虽有所降低，但中国中铁龙头地位稳固，收入增速高于行业固定资产投资增速，市占率有所提升。

图 39、我国铁路固定资产投资情况



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 40、中国中铁铁路营收及 YOY



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

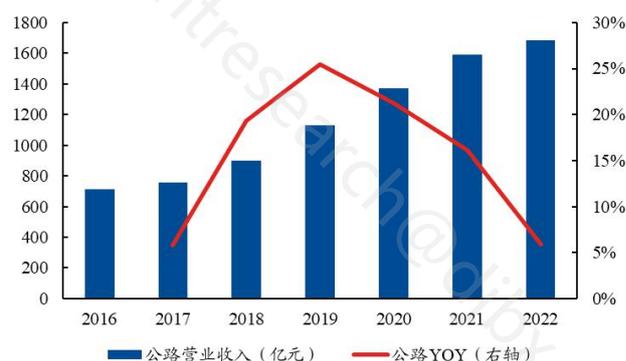
公路投资额小幅回升，公司在公路业务上开拓力度减弱，但不改行业领先地位。我国公路建设投资从 2002 年的 0.28 万亿增长至 2022 年的 2.62 万亿，复合增速为 11.8%；2009 年受四万亿投资的影响，当年公路建设投资同比增速达到峰值 44.41%，而 2018 年受去杠杆、PPP 清库等影响，公路建设投资同比增速达到近十年历史最低值。2019~2021 年，公路建设投资增速有所回升。中国中铁公路业务收入增速自 2019 年起有所下滑，但不改行业领先地位。根据 2022 年年报，公司在高速公路基建市场的份额保持在 10% 以上。

图 41、我国公路建设固定资产投资情况



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

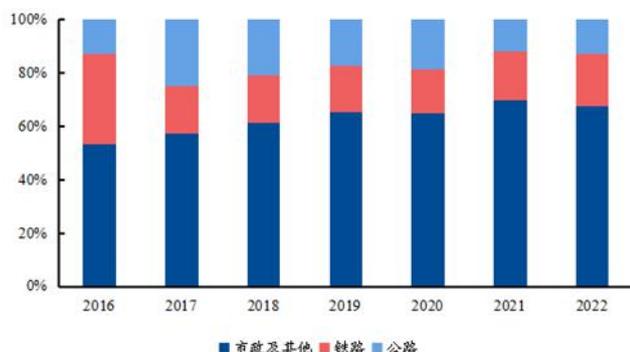
图 42、中国中铁公路营收及 YOY



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

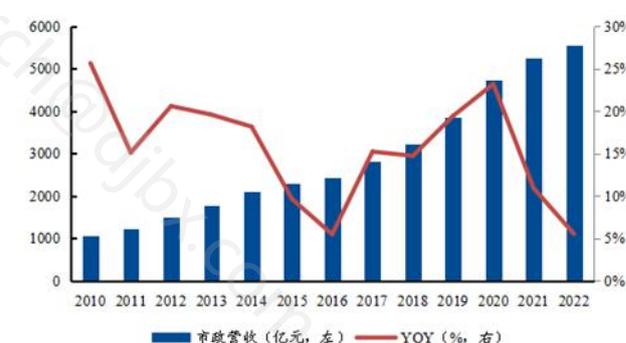
市政建设业务合同占比持续提升，随着我国新型城镇化建设持续推进，成为中国中铁业绩增长重要驱动。中国中铁市政建设订单占比近年来快速提升，2016-2022年 CAGR 达到 22.9%。2021 年达到了高点 70%。2022 年公司市政及其他累计新签合同 18018.4 亿元，同比提升 6.8%；市政营收 5549 亿元，同比提升 5.54%，在我国推进新型城镇化建设、加快培育发展现代化都市圈背景下，高毛利、高增长的市政业务将成为中国中铁未来业绩增长的重要驱动。

图 43、中国中铁基建建设新签合同占比情况 (%)



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 44、中国中铁市政营收及 YOY



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

其他基建业务中，第二曲线业务为公司业绩注入新活力。公司积极拓展城市更新、水利水电、水务环保、清洁能源等“第二曲线”市场，经营成效显著。2022 年全年新签合同额 3018.92 亿元，占基础设施建设业务新签总额的 11.3%，同比增长 81.18%。其中，水利水电板块新签合同额 985.57 亿元，同比增长 223.29%；生态环保板块新签合同额 752.23 亿元，清洁能源板块新签合同额超 400 亿元。

3.4、矿产资源有望贡献重要业绩增量，驱动价值重估

通过“资源财政化”“资源换项目”，公司已投资建成 5 座矿山，铜、钴、钼保有储量在国内同行业处于领先地位。公司在基础设施建设过程中以收购、并购等方

式获得了一批矿产资源项目，于2007年成立全资子公司中铁资源集团有限公司具体负责矿产资源开发业务，主要以自有矿山的矿产资源开发与经营为主，目前在境内外全资、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。2022年，公司铜金属产量30.29万吨；钴金属产量0.52万吨；钼金属产量1.50万吨；铅金属产量0.95万吨；锌金属产量2.36万吨；银金属产量44.7吨。根据公司2022年报道，鹿鸣矿业的年生产能力占我国钼消费量的30%；刚果（金）片区铜生产能力占我国自产铜的24%。

表9、公司矿产资源项目情况表（截止2022年报）

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 (万吨)	项目进展情况
		品种	品位	保有资源/储量 (万吨)					
1	黑龙江伊春鹿鸣钼矿	钼	0.09%	64.18	83%	60.17	60.26	1.5	正常生产
		铜	/	/				0.1	
2	华刚公司SICOMINES铜钴矿	铜	3.13%	722.07	41.72%	45.86	30.92	25.26	正常生产
		钴	0.25%	57.21				0.32	
3	绿纱公司铜钴矿	铜	2.24%	47	72%	21.38	21.6	3.17	正常生产
		钴	0.06%	1.35				0.11	
4	MKM公司铜钴矿	铜	2.08%	3.1	80.20%	11.95	12.35	1.76	正常生产
		钴	0.21%	0.32				0.09	
5	新鑫公司乌兰铅锌矿	铅	1.15%	17.94	100%	15.4	15.4	0.95	正常生产
		锌	2.81%	44.03				2.36	
		银	54.62g/t	0.09				0.005	
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	新鑫公司乌日勒敖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%	3.3			停产
		锌	5.09%	6.52					
		银	200.51g/t	0.03					

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

矿产资源产能扩张，叠加相关金属价格高位震荡，业务毛利率较高，为公司贡献重要利润来源。公司矿山建设项目加速落地，2021年华刚矿业铜钴矿项目二期工程产出首批阴极铜、绿纱矿业“填平补齐”项目全面投产运行，相关金属产能显著提升。同时2020年至今铜、钼等金属价格保持高位震荡，使公司矿产资源业务拥有较大业绩弹性。2020-2022年，公司矿产资源开发业务毛利率从38.21%提升至55.64%，营收占公司总营收比重从0.41%提升至0.65%，毛利润占比显著高于

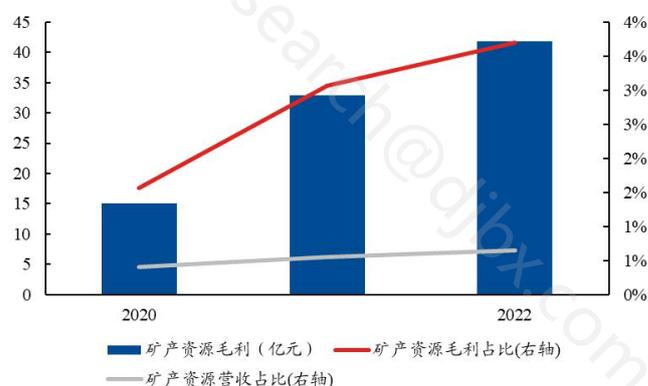
营收占比，从 1.56% 大幅提升至 3.70%，为公司贡献了重要利润来源。

图 45、2020 年以来铜钼价格高位震荡（元/千克）



资料来源：iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 46、矿产资源毛利占比显著高于营收占比

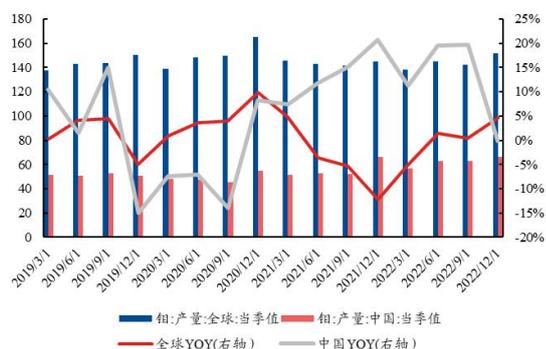


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2023 年国内经济恢复，新旧消费动能转换，为有色金属价格提供较好支撑。展望 2023 年，随着疫情防控政策放松、国内经济恢复，扩内需、稳定房地产等一系列稳增长政策持续发力，与基建建设密切相关的有色金属需求端有望恢复。同时，新旧消费动能转换，新领域如光伏、风电的高速发展加大对铜、钴、钼、锂等有色金属需求，为有色金属价格提供较好的支撑。

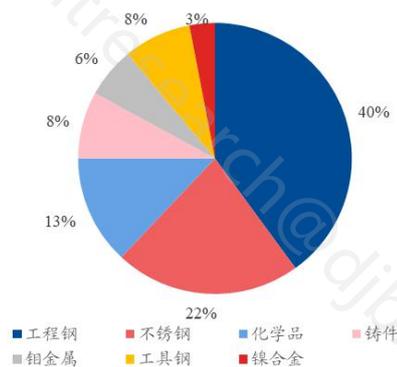
长期来看，钼产量相对刚性，需求前景旺盛，高品质铜矿获取难度加大，利好公司矿产资源价值重估。金属钼方面，近年来全球钼产量基本稳定，中国是钼产量和消费量均排名第一的国家。根据 IMOA 数据显示，2022 年全球钼产量为 26.21 万吨，比 2021 年的 26.37 万吨下降了 1%。2022 年全球钼消费量为 28.64 万吨，比前一年的 27.86 万吨增长了约 3%。钼在各类合金中具有广泛应用，例如保持韧性的同时提高低合金钢的强度和硬度、提高不锈钢的耐腐蚀性能和高温强度等，广泛应用于国防军工、汽车、机械制造等高端制造业领域。随着我国钢铁行业结构加速调整，普钢转优钢特钢趋势显著，高端制造业加快发展，钼的长期需求空间广阔，在产能相对刚性的情况下，价格有上行空间。**金属铜方面**，2022 年全球铜矿山运营整体平稳，产量增速有所下滑。近年来全球铜矿资源品味持续下行，高品质铜矿的价值凸显。以世界最大铜供应国为例，智利的大型矿山面临品位下降的挑战，2007 年世界最大铜矿山埃斯康迪达铜品位为 1.72%，而目前保有储量品位只有 0.52%。高品质铜矿获取难度加大，公司矿产资源价值重估有一定利好。

图 47、全球钼产量相对刚性（百万磅）



资料来源：iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 48、2020 年全球钼初级消费结构



资料来源：IMOA，兴业证券经济与金融研究院整理

4、国企改革+中特估，公司探索推行股权激励，有利长远发展

2023 年经济弱复苏下，承载稳定宏观经济大盘责任的建筑央企，在国企考核进一步严格的背景下，央企对盈利质量的要求提升。2023 年 1 月 5 日，国务院国资委召开中央企业负责人会议，明确 2023 年组织开展新一轮国企改革深化提升行动，同时 2023 年央企经营层面任务目标，由 2022 年的“两增一控三提高”变为“一增一稳四提升”，即确保利润总额增速高于全国 GDP 增速；保持资产负债率总体稳定；进一步提升净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率四个指标。与 2022 年任务目标相比，2023 年央企考核新增了对净资产收益率、营业现金比率的考核，更加注重对央企投入产出效率、经营质量的要求。我们认为，未来 ROE 水平的提升、经营性现金流改善将是央国企的重点考核指标之一。

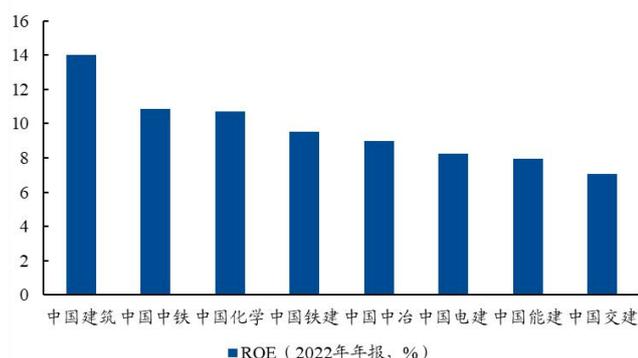
中国特色估值体系首次提及，推动建筑央企价值发现。2022 年 11 月 21 日，中国证监会主席易会满在 2022 金融街论坛年会上表示，需要对中国特色现代资本市场的基本内涵、实现路径、重点任务深入系统思考。要把握好不同类型上市公司的估值逻辑，探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥。2022 年 2 月 2 日，证监会召开 2023 年系统工作会议，研究部署 2023 年重点工作，会议指出要推动提升估值定价科学性有效性，逐步完善适应不同类型企业的估值定价逻辑和具有中国特色的估值体系。随着“中特估”的提出，市场逐渐开始关注盈利增长水平与估值水平不匹配的建筑央企。

表 10、2022 年与 2023 年央企经营层面任务目标对比

	2022 年	2023 年
经营层面任务目标	“两增一控三提高”	“一增一稳四提升”
业绩增速	利润总额和净利润增速要高于国民经济增速	利润总额增速高于全国 GDP 增速
资产负债率	资产负债率控制在 65%以内	资产负债率总体保持稳定
财务指标	营业收入利润率要再提高 0.1 个百分点	净资产收益率、营业现金比率进一步提升
	全员劳动生产率再提高 5%	全员劳动生产率进一步提升
	研发经费投入要进一步提高	研发经费投入强度进一步提升

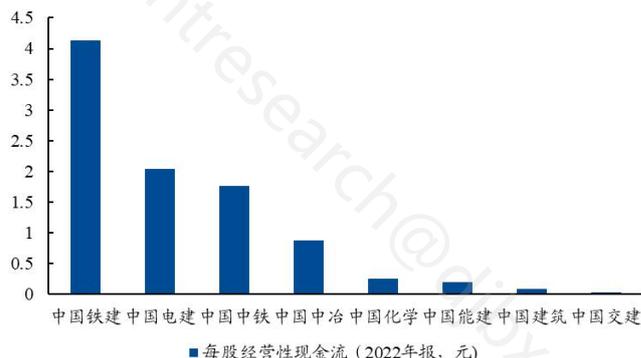
资料来源：政府官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 49、2022 年八大建筑央企 ROE 水平



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 50、2022 年八大建筑央企每股经营性现金流(元)



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

中国中铁在国企改革中走在前列, 2021 年发布限制性股票激励计划(草案)。公司拟向不超过 732 名激励对象定向发行不超过 20000 万股 A 股普通股, 约占计划草案公告时公司 A 股总股本的 0.98%。限制性股票授予价格为每股 3.55 元, 解除限售期分为三个会计年度, 解除限售的业绩考核目标包括加权平均净资产收益率、扣除非经常性损益的净利润率、经济增加值等。

表 11、中国中铁限制性股票激励计划(草案)解除限售期及时间安排

解除限售期	解除限售时间	解除限售比例
第一个解除限售期	自相应部分限制性股票登记完成之日起 24 个月后的首个交易日起至相应部分限制性股票登记完成之日起 36 个月内的最后一个交易日当日止;	1/3
第二个解除限售期	自相应部分限制性股票登记完成之日起 36 个月后的首个交易日起至相应部分限制性股票登记完成之日起 48 个月内的最后一个交易日当日止;	1/3
第三个解除限售期	自相应部分限制性股票登记完成之日起 48 个月后的首个交易日起至相应部分限制性股票登记完成之日起 60 个月内的最后一个交易日当日止。	1/3

资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 12、中国中铁限制性股票激励计划(草案)解除限售期的公司业绩要求

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, 兴业证券经济与金融研究院整理

拟通过限制性股票激励绑定核心员工，有利公司长远发展。本次 732 名激励对象主要为目前正在任的公司（含分公司及控股子公司）董事、高级管理人员、中层管理人员、核心骨干人员等，根据限制性股票授予价格为每股 3.55 元测算，平均每个激励对象持股金额接近 97 万元。通过限制性股票激励绑定公司核心员工，有利于进一步充分调动核心员工的工作积极性，有效将股东利益、公司利益和经营者个人利益相结合。

限制性股票激励计划草案对公司盈利能力、业绩成长性和经济增加值做出考核要求。从解除限售对公司的业绩要求来看，对公司的盈利能力、业绩成长性和经济贡献能力均做出要求。一方面，要求公司 2022-2024 年扣非后加权平均净资产收益率分别不得低于 10.5%、11.0%、11.5%，对公司盈利能力的要求持续提升；另一方面，要求公司业绩成长性，扣除非经常性损益的净利润复合增长率不低于 12%；此外，公司还应完成相应年度国务院国资委经济增加值（EVA）考核目标。

市场加速向头部央企集中，关键时点推出股票激励计划有利公司长远发展。

- 1) 我们认为建筑行业需求将处于中低速增长的新常态，建筑央企具有融资能力强、全产业链服务能力强的综合优势。从新签订单市占率情况来看，2018 年以来，建筑市场在加速向头部央企集中。中国中铁作为头部央企，业绩增长稳健。
- 2) 2018 年以来，建筑行业需求弹性逐渐衰减的背景下，供给端弹性显得更为重要，核心人才是建筑企业的重要产能，中国中铁拟在关键时点推出股票激励计划，绑定各层级核心员工，有利于公司长远发展。

5、一带一路十周年机遇，公司具备丰富国际工程经验优势

一带一路十周年，第三次峰会即将召开，有望落地重要政策支持一带一路发展。2023年是一带一路十周年，商务部部长助理陈春江在2023年3月2日国新办新闻发布会上，表示商务部将共同筹办第三届“一带一路”国际高峰论坛，持续推进“一带一路”经贸合作走深走实。

中美关系相对紧张的背景下，“一带一路”沿线市场有望成为出口的重要支撑，工程项目建设及投资运营市场有望持续扩容。作为我国企业进行商贸活动的重要市场，2022年“一带一路”沿线国家承包工程已实现营业额849.4亿美元，新签合同额1296.2亿美元，分别占全球总额54.8%、51.2%。2023年3月以来，从沙伊和解、中俄深化合作联合声明到中法联合声明颁布，“一带一路”利好不断，相关合作有望超预期，国际工程布局的建筑企业有望在订单扩容及估值提升上双重受益。

表 13、2023 年 3 月以来“一带一路”相关重要外交事件

时间	事件	关键内容	相关影响
3月10日	沙伊和解	中国、沙特、伊朗三方联合声明，沙特和伊朗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	沙特、伊朗是“一带一路”两个重要伙伴，是中国国际工程业务的重要市场。中东地区的稳定对“一带一路”顺利推进具有极重要的作用，有利于“一带一路”的稳定发展。此次沙伊两国恢复外交，有利于两国经济的健康发展，进一步强化了一带一路业务规模扩张的预期
3月14日	俄罗斯远东部署	俄罗斯总统普京在布里亚特共和国首府乌兰乌德举行会议，亲自部署远东地区的部分发展规划。其强调，一方面要拓展通往亚太国家的运输走廊，提升货运量，加快地区发展；另一方面在与中方签署“东方联盟天然气管道项目”协议后，加快设计和铺设天然气管线，加强与中国的能源合作	作为“一带一路”的重要伙伴，俄罗斯是中国国际工程业务的重要市场，俄罗斯远东地区开发有望为中国一带一路国际工程带来新机遇
3月22日	中俄联合声明	中俄经济合作重点方向发展规划联合声明发布，声明强调保障两国货物和人员通过铁路、公路、航空、河运和海运等交通方式双向便捷往来，分步骤分阶段完善中俄边境基础设施特别是重点口岸建设	俄罗斯作为“一带一路”的重要伙伴，是中国国际工程业务的重要市场，此次联合声明发布，俄罗斯基础设施建设有望为中国一带一路国际工程带来新机遇
4月7日	中法联合声明	为实现能源体系低碳转型的共同愿望，中法两国在政府间和平利用核能合作协定框架下，开展民用核能务实合作，并鼓励加快能源和气候转型；法方同时表示将出席第三届“一带一路”国际合作高峰论坛	此次联合声明发布是我国一带一路发展的又一成果，后续有望为我国带来核电、新能源等领域基建订单新增量

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

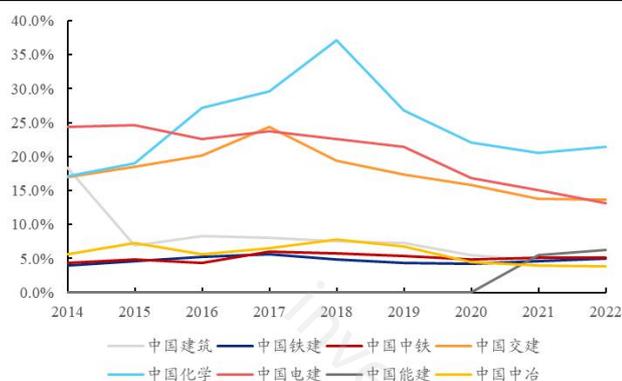
中国中铁海外业务占比及增速情况在八大建筑央企中处于中游水平，过往承接多项“一带一路”标志性工程，战略上持续深化“一体两翼N驱”海外经营体制改革，有望受益一带一路新机遇。

公司近年来海外营收占比震荡上行，疫情期间海外营收增速仍稳健。公司海外营收占比从2014年的4.3%提升至2018年的5.8%，2019-2022年受疫情及海外地

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

缘政治复杂等因素影响略有下降，2022 年海外营收占比为 5.1%。但从海外业务营收增速来看，2019-2021 年仍实现 10% 以上的稳健增速，2022 年受施工进度放缓，项目收入确认推迟等多方面因素影响，略降低至 7.6%。公司海外营收占比和增速在八大建筑央企中处于中游水平。

图 51、八大建筑央企海外业务营收占比



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 52、八大建筑央企海外业务营收增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

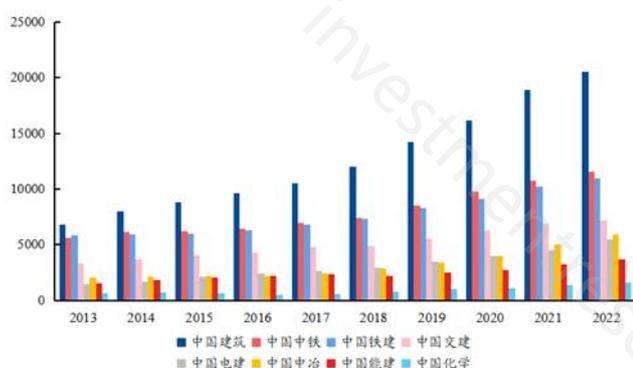
公司过往承接多项一带一路标志性工程，具备丰富的国际工程经验。“一带一路”倡议提出以来，公司积极投身海外项目建设，参与修建东非第一条电气化铁路亚吉铁路，中老铁路、埃及斋月十日城轻轨铁路 AB 段、孟加拉帕德玛大桥等“一带一路”标志项目相继建成，中国高铁走出国门的首单印尼雅万高铁试验运行，相继中标孟加拉数字联通等项目。“十三五”期间，公司在“一带一路”合作国家累计新签合同额 586.60 亿美元，占公司海外整体新签合同额的 74%。公司坚持海外“双优”战略，持续深化“一体两翼 N 驱”海外经营体制改革，强化“一带一路”沿线重点国家、重点领域、重点项目布局，深化传统基础设施项目合作，推动周边基础设施互联互通重点项目，具备国际工程经验丰富优势，有望受益于“一带一路”政策利好，实现海外订单和收入放量。

6、现金流&利润率好转，盈利能力有所提升

6.1、营收及利润规模名列前茅，保持稳定增长

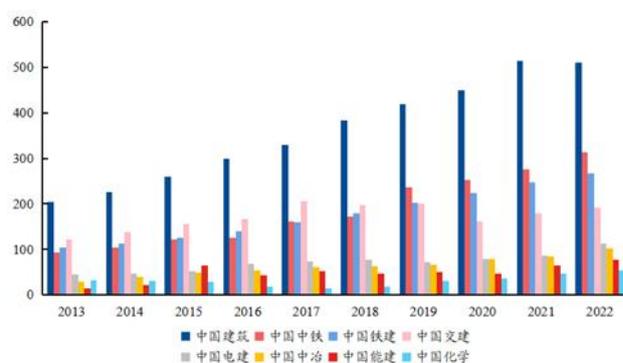
营收规模及利润规模均处于央企前列。从2022年营收规模来看，八大建筑央企中，中国中铁营业收入仅次于中国建筑，高于中国铁建排名第二；2022年三者营收分别为20550.52亿元、11543.58亿元和10963.13亿元。从2022年归母利润规模来看，八大建筑央企中，中国中铁归母净利润仅低于中国建筑位居第二；2022年四大央企中国建筑、中国中铁、中国铁建、中国交建归母净利润分别为509.5亿元、312.76亿元、266.42亿元、191.04亿元。

图 53、八大建筑央企营收规模（亿元）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 54、八大建筑央企归母净利润规模（亿元）



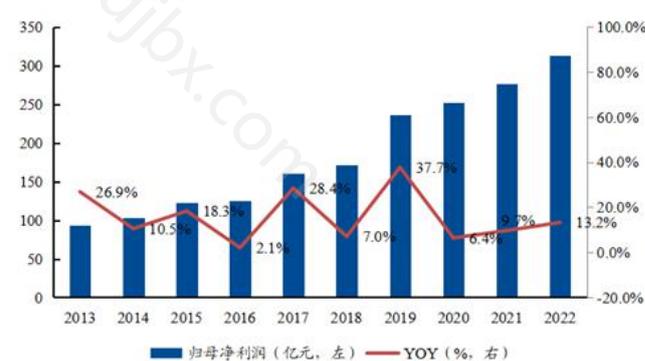
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 55、中国中铁营业收入



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 56、中国中铁归母净利润



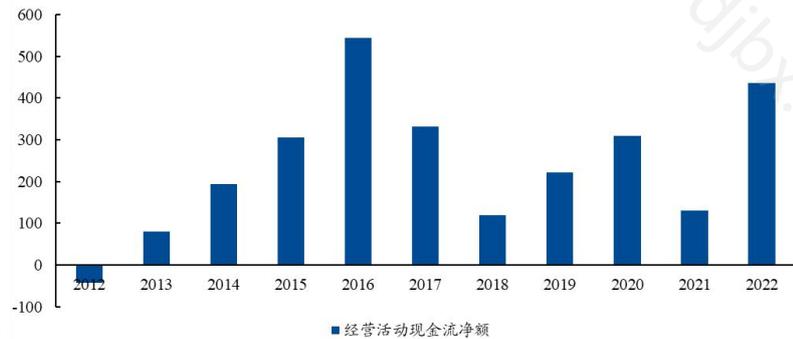
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

营收增速稳中有升，利润增速略有波动。中国中铁的营业收入从2013年的5604.44亿元增长至2022年的11543.58亿元，CAGR为8.36%；归母净利润从2013年的93.75亿元增长至2022年的312.76亿元，CAGR为14.32%。总体上，公司营收、利润均保持了较好的增速。

6.2、经营性现金流触底回升，持续改善

2022 年公司经营现金流净额为 435.5 亿元，较上年有明显回升。2018 年以来，除 2021 年有所减少外，中国中铁经营活动产生的现金流触底回升，预计在清收清欠工作持续推进情况下，公司现金流有望持续改善。

图 57、中国中铁经营活动现金流净额（亿元）

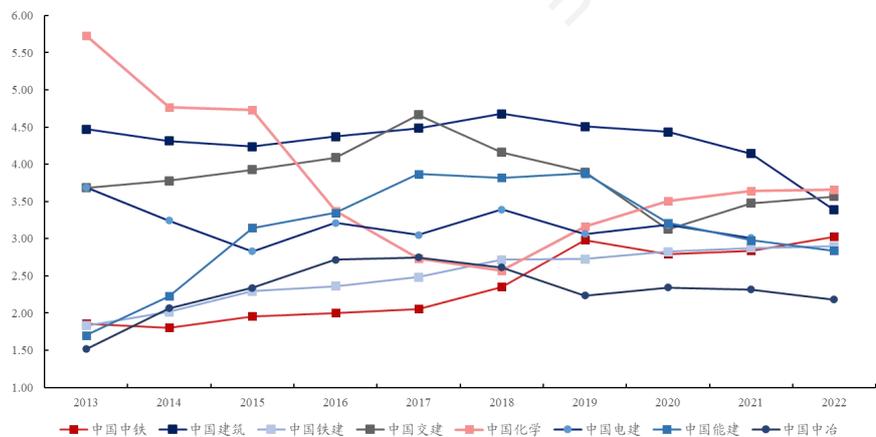


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

6.3、业务结构改善，驱动公司盈利能力显著提升

随着高盈利的业务占比持续提升，公司净利率显著提升。中国中铁市政建设业务订单占比近年来增速明显，至 2022 年市政新签合同额占比高达 67.6%，而市政行业相比于铁路、公路，利润率更高。随着市政业务占比增加，铁路等行业环境改善、公司对盈利重视程度不断提升，公司利润率逐渐攀升，从 2013 年的 1.86% 提升为 2022 年的 3.03%，在八大建筑央企中排位有所上升。

图 58、八大建筑央企销售净利率（%）

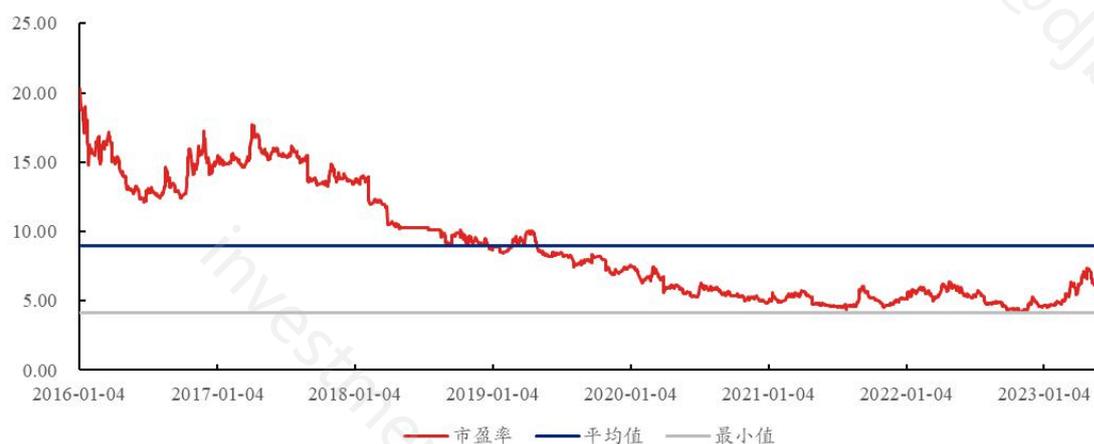


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

6.4、估值与价值偏离程度较大，有望持续修复

截止 2023 年 6 月 7 日，公司 PE (TTM) 为 6.13 倍。2022 年底以来，公司估值显底部回升，但仍处于历史较低位置，经历过去一个月的回调后当前价格性价比已经凸显。

图 59、中国中铁市盈率 (TTM)



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：数据截止 2023/6/7。

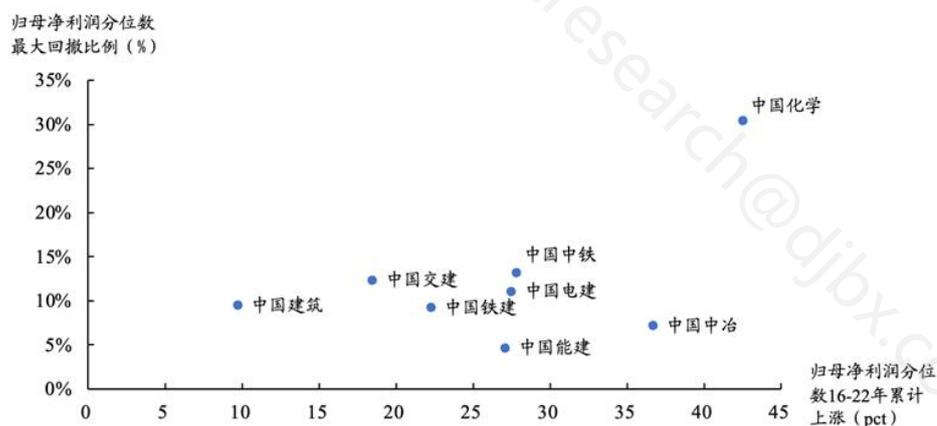
同时，公司业绩分位数（即对应业绩比 x%A 股企业表现更好）近年来显著提升，估值分位数与业绩分位数偏差显著拉大，价值回归空间较大。2016-2022 年底，公司收入增速分位数、归母净利润增速分位数、ROE 分位数、PE 水平分位数、PB 水平分位数分别+23pct、+28 pct、+14 pct、-3 pct、-6%，业绩分位数显著提升，估值分位数有所下降，导致估值分位数与业绩分位数之间的差值扩大 31pct。随着中国特色估值体系的提出和推进下，市场有望重新正视建筑央企之价值，公司具有较大价值回归空间。

表 14、公司业绩分位数和估值分位数情况 (2016-2023Q1)

中国中铁	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023Q1
收入增速分位数 (意味公司比 x%A 股企业 增速快)	35%	32%	40%	67%	70%	35%	58%	50%
归母净利润增速分位数	36%	42%	52%	57%	55%	48%	64%	50%
ROE 分位数	62%	67%	70%	76%	68%	67%	76%	81%
PE 水平分位数	4%	5%	7%	3%	1%	1%	1%	3%
PB 水平分位数	6%	6%	11%	3%	1%	1%	1%	5%
归母净利润分位数与 PE 水 平分位数差值	32%	37%	45%	54%	54%	47%	63%	47%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 60、八大建筑央企 2016-2022 年归母净利润增速分位数累计上涨及最大回撤比例



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

7、盈利预测与估值

● 盈利预测假设

我们对公司未来经营情况做出主要假设如下：

基建业务方面，短期内通过基建发力稳增长必要性仍在，预计公司 1) 铁路行业双强格局稳固。受益于政策利好与公司积极开拓，预计公司维持略高于铁路行业固定资产投资增速的收入增速，给予 2023-2025 年 3.00%/2.00%/2.00% 的营收增速预测。2) 公司公路业务 2018-2021 年维持 15% 以上增速，同期行业复合增速仅 3.9%，市占率持续提升。我们判断 2022 年 5.47% 的增速与疫情期间施工进度和收入确认放缓相关，预计随疫情影响消散公司公路业务扩张速度回升。2022 年公司公路业务新签合同额同比增长 18% 也印证这一点。但考虑公路固定资产投资长期趋缓，预计公司公路业务增速比 2018-2021 年有一定下降，给予 2023-2025 年 13.00%/11.00%/9.00% 的营收增速预测。3) 市政及其他业务近年收入表现走势与公路业务有一定类似，预计维持行业领先地位，给予略低于 2021 年的营收增速，分别为 10.00%、8.00%、6.00%。4) 未来行业增速下滑，国企改革考核趋严，公司对收入和盈利质量的要求和重视程度日益提升，股权激励要求彰显公司高质量发展决心，预计各分部毛利率均有小幅提升。

其他业务方面，公司积极开拓第二曲线业务，取得较好进展，新兴业务较高的行业增速和公司的综合服务优势预计带动公司相关业务规模扩张。同时，矿产资源方面公司已投资建成 5 座矿山，仍有 2 座矿山待开发，预计业务规模也将较快扩张。受益于新旧动能转换之间的旺盛需求，矿产价格维持高位，驱动矿产资源毛利率维持高位。预计其他业务实现 35.00%/30.00%/30.00% 的营收增速，维持 18.5% 的较高毛利率。

表 15、公司盈利预测假设

产品名称	项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
1、市政业务	营业收入	525818.46	554,943.87	610438.26	659273.32	698829.72
	增长率(%)	10.9%	5.5%	10.0%	8.0%	6.0%
	毛利率(%)	9.1%	9.2%	9.3%	9.3%	9.4%
2、铁路业务	营业收入	215909.74	236,947.31	244055.73	248936.84	253915.58
	增长率(%)	-0.3%	9.7%	3.0%	2.0%	2.0%
	毛利率(%)	3.4%	3.5%	3.5%	3.6%	3.6%
3、公路业务	营业收入	181707.53	191,641.48	216554.87	240375.91	262009.74
	增长率(%)	18.4%	5.5%	13.0%	11.0%	9.0%
	毛利率(%)	12.4%	12.1%	12.1%	12.2%	12.2%
4、房地产开发	营业收入	50248.78	53,459.18	55062.96	56164.21	57287.50
	增长率(%)	1.9%	6.4%	3.0%	2.0%	2.0%
	毛利率(%)	22.2%	17.1%	22.0%	21.5%	21.0%
5、工程设备和零部件制造	营业收入	23830.9	25,838.34	28938.94	32122.22	35334.45
	增长率(%)	3.3%	8.4%	12.0%	11.0%	10.0%
	毛利率(%)	21.6%	20.6%	21.5%	21.5%	21.5%

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

6、勘察设计与咨询服务	营业收入	17603.72	18,616.07	20477.68	22115.89	23442.84
	增长率(%)	8.8%	5.8%	10.0%	8.0%	6.0%
	毛利率(%)	28.3%	28.3%	28.0%	28.0%	28.0%
7、其他业务	营业收入	58152.6	72912.2	98431.5	127961.0	162510.5
	增长率(%)	38.2%	25.4%	35.0%	30.0%	27.0%
	毛利率(%)	18.3%	17.9%	18.5%	18.5%	18.5%
	销售费用 /主营业务收入 %	0.6%	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%
	管理费用 /主营业务收入 %	2.3%	2.3%	2.2%	2.2%	2.2%
	财务费用 /主营业务收入 %	2.3%	2.3%	2.4%	2.5%	2.5%
	实际税率 %	19%	19%	18%	19%	19%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 盈利预测结果

表 16、盈利预测结果

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1154358	1273960	1386949	1493330
同比增长	7.6%	10.4%	8.9%	7.7%
归母净利润(百万元)	31276	35403	39643	44012
同比增长	13.2%	13.2%	12.0%	11.0%
毛利率	10.0%	10.5%	10.7%	10.9%
归母净利润率	2.7%	2.8%	2.9%	2.9%
净资产收益率	10.4%	10.5%	10.4%	10.0%
每股收益(元)	1.26	1.43	1.60	1.78
每股经营现金流(元)	1.76	1.65	2.99	3.44

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

- **盈利预测与评级：**我们调整对公司的盈利预测，预计公司 2023-2025 年 EPS 为 1.43 元、1.60 元、1.78 元，6 月 9 日收盘价对应 PE 为 5.7 倍、5.1 倍、4.6 倍，维持“增持”评级。

风险提示:**1) 宏观经济波动风险**

国内基建建设受社会固定资产投资规模、城市化进程等宏观经济因素的影响较大，当前外部环境复杂严峻，我国经济发展面临经济收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，如稳增长节奏和力度不及预期，可能对公司发展产生较大影响。

2) 基建投资力度不及预期

当前宏观经济面临较大下行压力，市场对逆周期调控、基建刺激抱有预期。未来随着我国进入经济和需求新常态，基建投资增速可能进一步下滑，致使相关建筑业务包括勘察设计、路桥施工等细分行业景气度下滑，导致相关上市建筑公司经营业绩不及预期。

3) 公司多元化业务开展不及预期

公司积极拓展高毛利的多元化业务并取得一定成果，2022年第二曲线业务新签合同额同比增长81.18%。但在竞争激烈的市场环境中公司如无法持续提高竞争力，可能导致多元化业务开展不及预期。

4) 矿产价格波动风险

矿产资源开发业务为公司贡献一定业绩增量，但近年来在新旧动能转换、地缘冲突复杂等因素影响下，国际矿产品价格波动剧烈、频繁化。若未来公司主营矿产资源价格大幅下跌将带来一定风险。

附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	898566	969448	1088582	1214680
货币资金	238584	269184	342514	426954
交易性金融资产	10177	12212	14655	17586
应收票据及应收账款	124569	147736	159864	170646
预付款项	48327	53070	57644	61925
存货	207871	234502	253494	271764
其他	269037	252743	260412	265805
非流动资产	714600	794954	887968	987195
长期股权投资	109881	142846	182842	228553
固定资产	66806	94320	109606	118953
在建工程	50705	28853	18426	13713
无形资产	170075	203716	237318	270910
商誉	1771	1860	1953	2050
长期待摊费用	1157	1107	1057	1007
其他	314204	322252	336766	352008
资产总计	1613166	1764402	1976551	2201875
流动负债	873373	895292	958550	1016960
短期借款	71210	65088	67129	66449
应付票据及应付账款	480430	478500	519990	558769
其他	321732	351704	371432	391742
非流动负债	316734	407531	505488	611323
长期借款	240378	325480	417391	516655
其他	76356	82051	88097	94668
负债合计	1190107	1302823	1464038	1628283
股本	24752	24752	24752	24752
资本公积	56480	56980	56980	56980
未分配利润	155553	183528	214377	248569
少数股东权益	121828	125601	129825	134515
股东权益合计	423059	461579	512513	573592
负债及权益合计	1613166	1764402	1976551	2201875

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	31276	35403	39643	44012
折旧和摊销	10275	12604	17077	20874
资产减值准备	3455	1333	904	813
资产处置损失	-510	-561	-617	-679
公允价值变动损失	563	417	482	474
财务费用	3232	7514	8689	9807
投资损失	-1164	-1280	-1408	-1549
少数股东损益	3696	3772	4224	4690
营运资金的变动	51962	-44959	9984	11186
经营活动产生现金流量	43552	40882	74052	85134
投资活动产生现金流量	-84388	-87037	-99360	-108729
融资活动产生现金流量	96365	76755	98638	108034
现金净变动	56872	30600	73330	84440
现金的期初余额	148116	238584	269184	342514
现金的期末余额	204987	269184	342514	426954

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1154358	1273960	1386949	1493330
营业成本	1038544	1140470	1238747	1330755
税金及附加	6579	7223	7844	8464
销售费用	6328	7262	8377	9408
管理费用	25061	28027	30513	32853
研发费用	27742	31212	34674	38080
财务费用	3183	7514	8689	9807
其他收益	1393	1407	1435	1464
投资收益	1164	1280	1408	1549
公允价值变动收益	-563	-417	-482	-474
信用减值损失	-2674	-2727	-2863	-2921
资产减值损失	-3455	-3524	-3594	-3666
资产处置收益	510	561	617	679
营业利润	43049	48832	54626	60594
营业外收入	617	647	680	714
营业外支出	1082	1114	1148	1182
利润总额	42583	48365	54158	60126
所得税	7611	9189	10290	11424
净利润	34972	39176	43868	48702
少数股东损益	3696	3772	4224	4690
归属母公司净利润	31276	35403	39643	44012
EPS(元)	1.26	1.43	1.60	1.78

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	7.6%	10.4%	8.9%	7.7%
营业利润增长率	11.0%	13.4%	11.9%	10.9%
归母净利润增长率	13.2%	13.2%	12.0%	11.0%
盈利能力				
毛利率	10.0%	10.5%	10.7%	10.9%
归母净利率	2.7%	2.8%	2.9%	2.9%
ROE	10.4%	10.5%	10.4%	10.0%
偿债能力				
资产负债率	73.8%	73.8%	74.1%	73.9%
流动比率	1.03	1.08	1.14	1.19
速动比率	0.79	0.82	0.87	0.93
营运能力				
资产周转率	77.6%	75.4%	74.1%	71.5%
应收帐款周转率	907%	960%	929%	929%
存货周转率	487%	496%	489%	488%
每股资料(元)				
每股收益	1.26	1.43	1.60	1.78
每股经营现金	1.76	1.65	2.99	3.44
每股净资产	12.17	13.57	15.46	17.74
估值比率(倍)				
PE	6.5	5.7	5.1	4.6
PB	0.7	0.6	0.5	0.5

分析师声明

本人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证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
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的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。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为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约,投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险,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,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,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100020	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn