

评级：买入（上调）

市场价格：8.07

分析师：耿鹏智

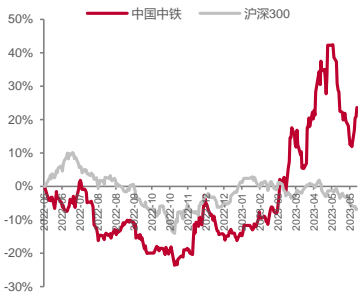
执业证书编号：S0740522080006

Email: gengpz@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	24,752
流通股本(百万股)	20,364
市价(元)	8.07
市值(百万元)	199,750
流通市值(百万元)	164,334

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,070,417	1,151,501	1,310,922	1,468,632	1,651,593
增长率 yoy%	10.19%	7.57%	13.84%	12.03%	12.46%
归母净利润(百万元)	27,618	31,276	35,513	40,072	45,057
增长率 yoy%	9.65%	13.25%	13.55%	12.84%	12.44%
每股收益(元)	1.12	1.26	1.43	1.62	1.82
每股现金流量	0.53	1.76	2.47	3.41	3.79
净资产收益率	7.71%	7.39%	7.75%	8.05%	8.29%
P/E	7.2	6.4	5.6	5.0	4.4
P/B	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5

备注：股价取自 2023 年 6 月 1 日收盘价

投资要点

- 行业基本面重申：需求、资金、项目兼备，当前基建仍为稳经济、保就业抓手
 - 需求端：地产投资持续承压、消费增速放缓，基建投资分项亮眼、托底经济增长。1) 地产端看，23M4，房地产开发投资单月同比下降 16.2%。30 大中城市商品房成交面积 23M5 周均销售面积 285 万平方米，较 23M4 周均销售面积下降 9.3%；2) 消费端看，23M4 社会消费品零售总额较 22M4 低位增长 18.4%，低于 Wind 一致预期 (20.2%)；3) 基建端看，23M1-4，基建固投同比增长 9.8%，地产、消费景气度下行背景下，基建有望成为经济复苏抓手。
 - 资金端：专项债发放提前，新一轮金融工具投放或值得期待。1) 专项债方面，23M1-4，新增专项债已发行 1.6 万亿元，约占全年限额 40%，发行节奏前置，其中约 6 成投向基建。截至 2022 年末，专项债务结存限额约 1.15 万亿元，存量盘活空间较大；2) 企业债方面，23M1-4，企业中长期贷款增加 7.35 万亿元，较同期高增 74.3%；3) 金融工具方面，2022 年，政策性开发性金融工具投放 7399 亿元，主要投向交通、水利、市政和产业园区，有效补充包括新型基础设施在内的重大项目资本金。政策性开发性金融工具可为专项债项目搭桥，具有杠杆撬动作用，稳基建、稳投资成效显著。地方财政紧张背景下，新一轮金融工具投放或值得期待。
 - 水利水务投建提速，铁路固投高增。1) 水利水务方面，2023 年 5 月 25 日，中共中央、国务院印发《国家水网建设规划纲要》，推动水利水务高景气度持续。2 月 10 日，水利部提出 2023 年重点推进 60 项重大水利工程前期工作；23Q1，湖北姚家平水利枢纽、安徽凤凰山水库等 11 项重大水利工程实现开工，建设提速趋势显著。23Q1，全国水利建设投资额 1898 亿元，同比高增 76.2%；2) 铁路方面，23M1-4，铁路运输业固投增长 14%，铁路投建或提速。
- 国企改革政策有望持续推进，财务指标持续改善，率先加码股权激励锚定成长
 - 政策支持：党的二十大精神开局之年，国企改革有望进一步深化。1) 宏观指引：自十八届三中全会对全面深化国资国企改革做出总体部署以来，国企改革从“1+N”政策体系、《国企改革三年行动方案》发展到新一轮国企改革深化提升行动，央企经营考核指标体系从“两利一率”优化为“一利五率”。今年是全面贯彻落实党的二十大精神开局之年，加之二十届三中全会下半年召开在即，国企改革有望进一步走深走实；2) 近期动态：2023 年 5 月 17 日，国资委党委在集体学习中指出，切实发挥中央企业在建设现代化产业体系、构建新发展格局中的科技创新、产业控制、安全支撑作用；5 月 11 日，国务院国资委党委在扩大会议中提出，央企利用专长积极参与雄安新区重大工程建设，立足服务国家重大战略，持续深化国企改革，不断提高企业核心竞争力、增强核心功能。
 - 财务指标改善：23Q1 业绩稳增，经营性现金流改善。23Q1，公司实现营收 2726.25 亿元，yoy+2.07%；实现归母净利润 78.79 亿元，yoy+3.84%；23Q1 公司经营性现金流净流出 380.24 亿元，同比少流出 113.75 亿元。2022 年，公司实现营收/归母净利 11543.6/312.7 亿元，同比增长 7.6%/13.3%，增长稳健。
 - 股权激励：强化业绩成长确定性。2021 年 11 月 23 日，公司实施股权激励，为 8 大建筑央企中第 2 个实施股权激励的企业。考核要求：以 20 年为基期，22/23/24 年扣非归母净利润 CAGR 均不低于 12%。较 2017-2020 年公司扣非归母净利润 CAGR 增加 0.6pct。

- “一带一路”合作深化，属地化发展建立优势，海外营收毛利率稳增
 - “一体两翼N驱”阵型出海，属地化发展建立优势。公司深化海外经营体制改革，形成一体：国际事业部；两翼：中铁国际、中海外；N驱：二级子公司集团、6大区域总部出海阵型。持续推动专业化、品牌化、属地化发展。有望凭借属地化经营，持续提升盈利能力，加快市场拓展，降低经营风险。
 - 海外营收、新签稳增，毛利率持续提升。22年公司实现海外营收584.37亿元，yoy+6.7%；新签海外合同额1837.8亿元，同比高增21.1%。2020-2022年海外业务毛利率分别7.4%/8.0%/8.4%，呈持续上升趋势。
- 短期有望受益“一带一路”战略升温，中长期受益水务、环保业务布局
 - 短期驱动：有望持续受益“一带一路”持续升温。23年3月，公司董事长赴印尼、新加坡调研雅万高铁、中铁一局南北走廊N108项目，并与印尼海洋与投资统筹部部长、印尼交通部部长、新加坡陆路交通管理局局长等进行交流。“一带一路”十周年之际，国际合作深化，公司海外业务有望持续扩张。
 - 中长期驱动：1) 2022年公司与首创生态环保集团签署合作协议，业务布局涉及河道治理、供水、农林水利与城市生态，积极推进基础建设REITs项目申报工作，存量资产盘活、利润增厚可期；2) 22M5，公司收购滇中引水公司33.54%股权，布局区域引调水市场。22年，公司水利水电板块新签额985.6亿元，同比高增223.3%。水利建设政策加码、投建提速的背景下，公司该板块业务业绩有望持续增长。
- 分部估值：23年业绩对应合理估值为2690亿元，矿产资源业务估值贡献近3成
 - 公司主要业务和对应估值如下：
 - 基础设施建设：基建资金面向好叠加水利水务高景气背景下，公司铁路建设业务动能强劲，水利水务业务高成长可期，我们预计22-25年该板块营收CAGR+6.8%，23-25年归母净利分别282.94、310.40、341.29亿元。给予2023年估值6.3xPE，对应2023年分部估值1796亿元。
 - 勘察设计与咨询服务：公司持续加强水利水电、水资源开发利用等水务水利设计能力，有望受益水利水务行业高景气度实现迅速成长。我们预计22-25年该板块营收CAGR+16.4%，23-25年归母净利分别12.73、14.80、17.32亿元。给予2023年估值10.7xPE，对应2023年分部估值137亿元。
 - 工程设备与零部件制造：考虑到公司旗下中铁工业为全球盾构机龙头，持续发力水利、矿山等新兴盾构机市场，成长空间足。我们预计22-25年该板块营收CAGR+14.7%，23-25年归母净利分别7.86、8.87、10.06亿元。给予2023年估值12.8xPE，对应2023年分部估值101亿元。
 - 矿产资源开发：公司持有5座现代化矿山，产品包括铜、钴、钼、铅、锌、银。22年，公司该板块实现营收75.04亿元，同比高增26.0%，毛利率达55.6%。受益钼价高增，公司该板块业绩弹性较大，为公司价值重估重要抓手。受减产、供需失衡影响，钼价格显著提升，根据安泰科，钼价23M3大幅回落后续逐步企稳上升；45%-50%钼精矿23年均价达到4155元/吨度，较22年全年高增47.6%。国内经济恢复、稳增长政策有望提振钢铁需求，推动钼价格维持高位。公司22年钼金属产量达1.5万吨，占全球产量5.7%，有望受益钼矿价格高位。我们预计22-25年公司矿产资源开发板块营收CAGR+9.6%，23-25年归母净利分别57.81、60.07、62.52亿元。给予2023年估值11.4xPE，对应2023年分部估值657亿元。

图表 1：使用分部估值方法，中国中铁 23 年业绩对应合理估值为 2690 亿元

单位：亿元	归母净利润（亿元）			2023E	
	2023E	2024E	2025E	PE	估值
板块					
基础设施建设	282.94	310.40	341.29	6.3	1796
勘察设计与咨询服务	12.73	14.80	17.32	10.7	137
工程设备与零部件制造	7.86	8.87	10.06	12.8	101
矿产资源开发	57.81	60.07	62.52	11.4	657
	估值合计			-	2690

来源：Wind、中泰证券研究所

注：矿产资源开发归母净利润为该板块并表归母净利润与华刚矿业投资收益合计值

图表 2：中国中铁主要业务可比公司一览（采用 2023 年 6 月 1 日市值）

证券代码	证券简称	市值		PE				PB	ROE
		亿元	2022A	TTM	2023E	2024E	2025E	LF	2022A
基础设施建设									
601800.SH	中国交建	1,722	9.0	8.8	8.0	7.2	6.5	0.69	6.8%
601669.SH	中国电建	1,097	9.6	9.4	8.3	7.1	5.9	0.92	7.5%
601668.SH	中国建筑	2,520	4.9	4.8	4.3	3.9	3.6	0.65	13.3%
	加权平均	-	7.2	7.0	6.3	5.6	5.0	0.7	-
勘察设计与咨询服务									
603357.SH	设计总院	64	14.5	14.1	12.7	11.0	9.7	1.96	14.1%
300284.SZ	苏文科	75	12.7	12.6	11.1	9.8	8.4	0.94	7.3%
603018.SH	华设集团	65	9.6	9.5	8.4	7.5	6.7	1.46	15.6%
	加权平均	-	12.3	12.1	10.7	9.4	8.3	1.4	-
工程设备与零部件制造									
688425.SH	铁建重工	297	16.1	15.7	12.3	10.1	-	1.86	11.9%
000157.SZ	中联重科	551	23.9	24.9	15.5	11.7	9.3	1.01	4.2%
000425.SZ	徐工机械	697	16.2	15.8	10.8	8.6	6.7	1.29	8.1%
	加权平均	-	18.9	19.0	12.8	10.0	7.8	1.3	-
矿产资源开发									
600362.SH	江西铜业	641	10.7	10.2	10.0	9.5	9.3	0.83	8.2%
300618.SZ	寒锐钴业	105	49.3	185.3	17.6	15.8	12.7	2.08	4.2%
601958.SH	金钼股份	352	26.4	18.6	12.1	10.5	9.7	2.51	10.1%
	加权平均	-	19.4	29.6	11.4	10.4	9.8	1.5	-

来源：Wind、中泰证券研究所

- 盈利预测与投资建议：**考虑到基建高景气度维持、资金面向好，铁路、水利水务投建提速等因素，我们预计公司 2022-2024 年营业收入 13109、14686、16516 亿元，同比增长 13.8%、12.0%、12.46%，归母净利润 355.13、400.72、450.57 亿元，同比增长 13.6%、12.8%、12.4%，对应 EPS 为 1.43、1.62、1.82 元。现价对应 PE 为 5.6、5.0、4.4 倍。基于分部估值法，公司 2023 年业绩对应合理估值 2690 亿元，2023 年 6 月 1 日收盘价对应市值 1998 亿元，当前公司价值低估，上调至“买入”评级。
- 风险提示事件：**基建投资不及预期，相关业务开展不及预期，大宗商品价格波动风险

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	238,584	261,459	440,590	495,478	营业收入	1,151,501	1,310,922	1,468,632	1,651,593
应收票据	2,331	5,396	6,045	6,799	营业成本	1,038,544	1,177,406	1,317,283	1,481,247
应收账款	122,238	132,499	148,725	167,845	税金及附加	6,579	7,490	8,391	9,436
预付账款	48,327	54,789	61,298	68,928	销售费用	6,328	7,204	8,071	9,076
存货	207,871	230,375	257,743	289,825	管理费用	25,061	28,971	32,457	36,500
合同资产	169,735	193,234	216,481	243,450	研发费用	27,742	31,583	35,383	39,791
其他流动资产	279,214	327,918	363,230	402,043	财务费用	574	5,381	7,033	7,886
流动资产合计	898,566	1,012,436	1,277,632	1,430,917	信用减值损失	-2,674	-3,075	-3,675	-4,175
其他长期投资	35,380	38,170	40,931	44,134	资产减值损失	-3,455	-4,309	-4,740	-5,214
长期股权投资	109,881	109,881	109,881	109,881	公允价值变动收益	-563	-287	-287	-287
固定资产	66,783	58,833	51,938	45,967	投资收益	1,164	864	864	864
在建工程	50,690	50,790	50,790	50,690	其他收益	1,393	1,376	1,376	1,376
无形资产	170,075	197,902	224,964	248,520	营业利润	43,049	47,966	54,064	60,732
其他非流动资产	281,791	282,486	283,207	283,917	营业外收入	616	617	617	616
非流动资产合计	714,600	738,062	761,712	783,109	营业外支出	1,082	1,082	1,082	1,082
资产合计	1,613,166	1,750,498	2,039,343	2,214,026	利润总额	42,583	47,501	53,599	60,266
短期借款	71,210	64,733	163,377	126,330	所得税	7,611	7,790	8,791	9,884
应付票据	94,398	105,843	117,100	130,194	净利润	34,972	39,711	44,808	50,382
应付账款	386,031	414,319	463,541	521,239	少数股东损益	3,696	4,197	4,736	5,325
预收款项	1,031	0	0	0	归属母公司净利润	31,276	35,514	40,072	45,057
合同负债	136,937	154,585	171,713	191,454	NOPLAT	35,443	44,209	50,688	56,975
其他应付款	0	0	0	0	EPS (摊薄)	1.26	1.43	1.62	1.82
一年内到期的非流动负债	38,262	33,760	33,760	33,760					
其他流动负债	145,503	161,103	178,730	199,385					
流动负债合计	873,373	934,343	1,128,221	1,202,362					
长期借款	240,378	295,488	350,598	405,707					
应付债券	39,373	39,373	39,373	39,373					
其他非流动负债	36,984	23,084	23,084	23,084					
非流动负债合计	316,734	357,945	413,055	468,164					
负债合计	1,190,107	1,292,288	1,541,276	1,670,526					
归属母公司所有者权益	301,230	332,184	367,306	407,413					
少数股东权益	121,828	126,026	130,762	136,087					
所有者权益合计	423,059	458,210	498,068	543,500					
负债和股东权益	1,613,166	1,750,498	2,039,343	2,214,026					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	43,552	61,141	84,510	93,803
现金收益	46,307	70,691	79,245	87,533
存货影响	-4,425	-22,504	-27,369	-32,082
经营性应收影响	5,393	-15,479	-18,644	-22,288
经营性应付影响	75,494	38,702	60,479	70,792
其他影响	-79,218	-10,269	-9,201	-10,153
投资活动现金流	-84,388	-58,166	-47,149	-44,142
资本支出	-98,357	-45,576	-47,572	-46,749
股权投资	-13,721	0	0	0
其他长期资产变化	27,690	-12,590	423	2,607
融资活动现金流	96,365	19,900	141,770	5,227
借款增加	94,613	44,131	153,753	18,064
股利及利息支付	-23,181	-29,178	-35,432	-41,173
股东融资	21,362	0	0	0
其他影响	3,571	4,947	23,449	28,336

主要财务比率				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	7.6%	13.8%	12.0%	12.5%
EBIT 增长率	11.2%	22.5%	14.7%	12.4%
归母公司净利润增长率	13.2%	13.5%	12.8%	12.4%
获利能力				
毛利率	9.8%	10.2%	10.3%	10.3%
净利率	3.0%	3.0%	3.1%	3.1%
ROE	7.4%	7.8%	8.0%	8.3%
ROIC	10.3%	11.3%	9.2%	9.4%
偿债能力				
资产负债率	42.5%	43.4%	73.8%	73.8%
债务权益比	100.7%	99.6%	122.5%	115.6%
流动比率	1.0	1.1	1.1	1.2
速动比率	0.8	0.8	0.9	0.9
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转天数	38	35	34	35
应付账款周转天数	122	122	120	120
存货周转天数	71	67	67	67
每股指标 (元)				
每股收益	1.26	1.43	1.62	1.82
每股经营现金流	1.76	2.47	3.41	3.79
每股净资产	12.17	13.42	14.84	16.46
估值比率				
P/E	6	6	5	4
P/B	1	1	1	0
EV/EBITDA	620	426	380	343

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。