

2023年05月05日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

现金流改善明显，低PB属性仍强

—中国中铁（601390.SH）公司动态研究报告

买入(维持)

投资要点

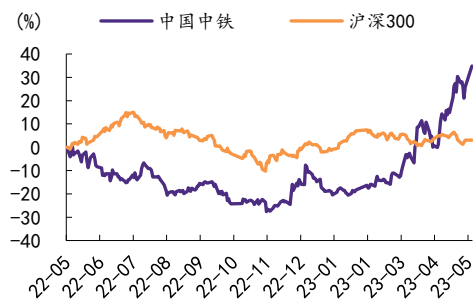
分析师：黄俊伟 S1050522060002
huangjw@cfsc.com.cn
联系人：华潇 S1050122110013
huaxiao@cfsc.com.cn

基本数据

2023-05-04

当前股价(元)	9.3
总市值(亿元)	2302
总股本(百万股)	24752
流通股本(百万股)	20364
52周价格范围(元)	4.99-9.3
日均成交额(百万元)	915.38

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《中国中铁（601390）：现金流超预期增长，资源业务ROE高达30%》2023-04-02
- 2、《中国中铁（601390）：基建业务稳健增长，矿储丰富提供发展新动能》2023-02-12

■ 现金流回款能力改善，业绩增长稳定

2023年第一季度实现营收2726.25亿元，同比+2.07%，归母净利润/扣非净利润为78.8/74.1亿元，同比+3.8%/+0.9%，盈利方面，Q1销售净利率/毛利率为3.26%/9.08%，同比变动0.14pct/-0.12pct。现金流方面，2023年Q1公司经营性现金净流出为380.2亿元，较去年同期少流出113.75亿元，**现金流回款情况明显改善。**

拆分业务看，2023Q1公司基建建设/设计咨询/装备制造/地产开发/其他业务分别实现营收2347/47.2/72.7/78.8/180亿元，同比+1.67%/-2.95%/+12.53%/-11.07%/+12.33%。毛利率分别为7.63%/22.93%/21.03%/18%/15.58%，同比变动-0.18/-2.29/+2.11/+0.85/-0.39pct。装备制造/地产开发业务毛利率有所回升。费用率方面，2023Q1公司期间费用率4.75%，同比下降0.11pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比+0.05%/+0.05%/-0.27%/+0.05%，整体费用控制较稳定。Q1净利润增速处于8大建筑央企中较低水平，主要原因系：1)信用减值损失同比增加2.9亿；2)其他业务（矿业业务）低于预期，除了钼涨价，其他主要金属（铜、锌、钴）价格基本同比下滑，对业绩有一定影响。

■ 整体订单较为充足

2023年第一季度公司新签合同额6673.8亿元，同比增长10.2%。分业务来看，设计咨询新签合同77.4亿元，同比-35.1%；工程建造新签合同5060.3亿元，同比+21.8%；装备制造新签合同162.1亿元，同比+8.6%；房地产开发业务新签合同170.5亿元，同比+137.8%；资产经营新签合同402.9亿元，同比-42.3%；资源利用业务新签合同65.6亿元，同比+10.3%；金融物贸业务新签合同172.2亿元，同比+29.7%；新兴业务（包括水利水电、清洁能源、生态环保、城市运营、机场航道以及其他新基建业务）新签合同562.8亿元，同比-16.5%。截至2023年3月末，公司未完合同额5.3万亿元，同比增长8%，目前公司在手订单充足，未来营收端有望保持稳定增长。

分地区看，公司境内/境外业务分别新签合同额6273.4/400.2亿元，同比分别增长10.8%/1.1%。

■ 央企利润弹性体现，公司PB低于可比公司

从2023年行业整体来看，8大建筑央企（中国中铁/中国铁

建/中国交建/中国电建/中国能建/中国建筑/中国中冶/中国化学) Q1 扣非净利润同比增速分别为 0.94%/5.2%/10.39%/22.94%/22.12%/27.59%/27.23%/15.41%，营业收入同比增速分别为 2.07%/3.43%/2.61%/0.66%/24.19%/8.12%/22.39%/20.63%。8 大建筑央企 Q1 扣非业绩整体同比增速为 16.4%，去年同期为 15.7%，在“中特估”大背景下，我们认为建筑央企业绩增长弹性值得期待。

目前通信板块核心央企标的三大运营商平均 PB 为 1.39，石油化工板块核心央企标的三桶油平均 PB 为 0.98，相比之下，中国中铁目前 PB 分别仅为 0.88，PB 估值偏低。我们认为央企价值重估并非仅仅是恢复 1 倍净资产，今年，建筑央企估值最大的变化在于，随着公司财报质量的提升，市场将会自然地给予央企更高的 PB 估值。

盈利预测

因公司矿业业务多个小品类金属 Q1 跌价及信用减值等因素，我们下调公司 2023-2025 年业绩预测，即归母净利润分别为 371、395、449 亿元，EPS 分别为 1.5、1.6、1.81 元，当前股价对应 PE 分别为 6.2、5.8、5.1 倍。考虑到“中特估”大背景下公司仍然具有业绩增长潜力和新的业务拓展力度大幅加强，我们维持“买入”评级。

风险提示

(1) 基建投资增速不及预期；(2) 宏观经济下行压力加大；(3) 部分项目收益率不及预期。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入 (百万元)	1,154,358	1,272,970	1,389,686	1,529,680
增长率 (%)	7.6%	10.3%	9.2%	10.1%
归母净利润 (百万元)	31,276	37,096	39,522	44,882
增长率 (%)	13.2%	18.6%	6.5%	13.6%
摊薄每股收益 (元)	1.26	1.50	1.60	1.81
ROE (%)	7.4%	8.5%	8.7%	9.6%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产:				
现金及现金等价物	238,584	208,213	264,890	300,511
应收款	124,569	137,369	149,964	165,071
存货	207,871	228,218	249,699	274,853
其他流动资产	327,542	358,947	389,850	426,917
流动资产合计	898,566	932,746	1,054,403	1,167,352
非流动资产:				
金融类资产	21,898	21,898	21,898	21,898
固定资产	66,783	92,744	98,727	97,011
在建工程	50,690	20,276	8,110	3,244
无形资产	170,075	161,571	153,068	144,989
长期股权投资	109,881	109,881	109,881	109,881
其他非流动资产	317,171	317,171	317,171	317,171
非流动资产合计	714,600	701,644	686,957	672,297
资产总计	1,613,166	1,634,390	1,741,360	1,839,649
流动负债:				
短期借款	71,210	108,710	128,710	138,710
应付账款、票据	480,430	406,098	444,322	489,082
其他流动负债	184,795	184,795	184,795	184,795
流动负债合计	873,373	850,611	922,681	994,048
非流动负债:				
长期借款	279,751	309,751	329,751	339,751
其他非流动负债	36,984	36,984	36,984	36,984
非流动负债合计	316,734	346,734	366,734	376,734
负债合计	1,190,107	1,197,345	1,289,415	1,370,782
所有者权益				
股本	24,752	24,752	24,752	24,752
股东权益	423,059	437,045	451,945	468,866
负债和所有者权益	1,613,166	1,634,390	1,741,360	1,839,649

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	34972	41480	44192	50186
少数股东权益	3696	4384	4671	5304
折旧摊销	10439	12956	14262	14235
公允价值变动	-563	-563	-563	-563
营运资金变动	-4993	-124813	-12910	-15961
经营活动现金净流量	43552	-66556	49652	53201
投资活动现金净流量	-84388	4452	6183	6582
筹资活动现金净流量	10465	40006	10708	-13265
现金流量净额	-30,371	-22,098	66,543	46,518

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,154,358	1,272,970	1,389,686	1,529,680
营业成本	1,038,544	1,132,943	1,239,600	1,364,474
营业税金及附加	6,579	7,255	7,920	8,718
销售费用	6,328	6,978	7,618	8,385
管理费用	25,061	27,636	30,169	33,209
财务费用	3,183	12,457	12,570	12,423
研发费用	27,742	30,593	33,398	36,762
费用合计	62,314	77,664	83,755	90,779
资产减值损失	-2,674	-2,674	-2,674	-2,674
公允价值变动	-563	-563	-563	-563
投资收益	1,164	1,164	1,164	1,164
营业利润	43,049	50,973	54,276	61,574
加:营业外收入	617	617	617	617
减:营业外支出	1,082	1,082	1,082	1,082
利润总额	42,583	50,508	53,810	61,108
所得税费用	7,611	9,028	9,618	10,922
净利润	34,972	41,480	44,192	50,186
少数股东损益	3,696	4,384	4,671	5,304
归母净利润	31,276	37,096	39,522	44,882

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	7.6%	10.3%	9.2%	10.1%
归母净利润增长率	13.2%	18.6%	6.5%	13.6%
盈利能力				
毛利率	10.0%	11.0%	10.8%	10.8%
四项费用/营收	5.4%	6.1%	6.0%	5.9%
净利率	3.0%	3.3%	3.2%	3.3%
ROE	7.4%	8.5%	8.7%	9.6%
偿债能力				
资产负债率	73.8%	73.3%	74.0%	74.5%
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	9.3	9.3	9.3	9.3
存货周转率	5.0	5.0	5.0	5.0
每股数据(元/股)				
EPS	1.26	1.50	1.60	1.81
P/E	7.4	6.2	5.8	5.1
P/S	0.2	0.2	0.2	0.2
P/B	0.8	0.7	0.7	0.7

■ 建筑建材组介绍

黄俊伟：同济大学土木工程学士&复旦大学金融学硕士，超过5年建筑建材行业研究经验和3年建筑建材实业从业经验。

华潇：复旦大学金融学硕士。研究方向为建筑建材及新材料方向。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准

确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。