

大基建&境外&第二曲线步伐稳健，合力贡献重估

2023 年 05 月 10 日

公司发布 2022 年报及 2023 年一季报：2022 年实现营收 11543.58 亿元，同比+7.56%；归母净利润 312.76 亿元，同比+13.25%，扣非后归母净利润 284.18 亿元，同比+9.04%。**分业务看，2022 年**基础设施建设业务营收 9835.33 亿元，同比+6.51%；房地产业务实现营收 534.59 亿元，同比+6.39%；工程设备和零部件制造业务实现营收 258.38 亿元，同比+8.42%，占比为 2.24%；勘察设计与咨询服务实现营收 186.16 亿元，同比+6.74%，占比为 5.38%；其他业务实现营收 729.12 亿元，同比+25.38%，占比为 6.32%；其中矿产资源实现营收 75.04 亿元，同比+25.98%，占比为 0.65%。公司 2022 年实现境外营收 584.37 亿元，同比+6.66%；境外新签合同 1837.8 亿元，同比+21.1%。

23Q1 实现营收 2726.25 亿元，同比+2.07%；归母净利润 78.79 亿元，同比+3.84%；扣非归母净 74.13 亿元，同比+0.94%。**23Q1**基础设施建设业务营收 2347.33 亿元，同比+1.67%，占比 86.10%。房地产开发业务营收 78.78 亿元，同比-11.07%，占比为 2.89%。装备制造营收 72.65 亿元，同比+12.53%，占比 2.66%。设计咨询实现营收 47.24 亿元，同比-2.95%，占比 1.73%。

➤ **基建业务：国内稳步增长，“一带一路”沿线有望加快**

2022 年公司基础设施建设业务营收 9835.33 亿元，同比+6.51%；其中市政业务营收 5549.44 亿元，同比+5.54%；铁路业务营收 2369.47 亿元，同比+9.74%；公路业务营收 1916.41 亿元，同比+5.47%。

毛利率方面，基础设施建设业务毛利率为 8.42%，同比+0.01pct；其中市政业务毛利率为 9.22%，同比+0.15pct；铁路业务毛利率为 3.54%，同比+0.14pct；公路业务毛利率为 12.10%；同比-0.35pct。

2023Q1基础设施建设业务营收 2347.33 亿元，同比+1.67%，占比为 86.10%。毛利率为 7.63%，同比-0.18pct。2023 年 3 月“一带一路”沿线新签合同额 912.0 亿元，同比大幅增长 97.5%，“一带一路”沿线布局的工程企业有望受益。

➤ **房地产开发业务：逆势增长，注重一二线城市投资**

2022 年公司优化房地产投资布局，增加在一线城市和二线核心城市的投资比重。2022 年房地产业务新签合同额 751.91 亿元，逆势增长 29.6%，新签土地面积 130.61 万平米。2022 年房地产业务实现营收 534.39 亿元，同比+6.39%。23Q1 公司房地产新签合同额 170.5 亿元，同比+137.8%。

➤ **矿产资源业务：投资 5 座现代化矿山，盈利能力优化**

2022 年公司矿产资源业务实现营收 75.04 亿元，同比+25.98%，毛利率 55.64%，同比+0.52pct。矿产资源业务毛利率明显高于平均，有望持续优化公司盈利能力。

➤ **费用率方面：**2022 年期间费用率为 5.40%，同比-0.08pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.55%/2.17%/2.40%/0.28%，同比分别 -0.01/-0.09/+0.10/-0.08pct。销售费用增长主因地产销售代理费及业务营销投入增加；管理费用增长主因规模及薪酬增加；财务费用下降主因基础设施投资收益增加及融资成本下降。

➤ **2022 年保持高质量发展：**2022 年公司加权平均 ROE 为 12.13%，同比+0.50pct；资产负债率 73.77%，同比+0.09pct，基本稳定。经营活动现金流净额为 435.52 亿元，同比+233.23%。

➤ **投资建议：**公司作为国内基础设施建设龙头，铁路、公路、城轨、房建、市政等传统业务稳健增长，矿产资源、水利水电、清洁能源、港口航道、机场、水务环保、农村基建等新兴业务成长性良好，我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 354.82/401.26/452.18 亿元，现价对应 2023-2025 年 PE 分别为 6/5/5 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**基建投资增速不及预期；新业务开展不及预期；国际经商环境变化不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1,154,358	1,289,946	1,413,970	1,531,840
增长率 (%)	7.6	11.7	9.6	8.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	31,276	35,482	40,126	45,218
增长率 (%)	13.2	13.4	13.1	12.7
每股收益 (元)	1.26	1.43	1.62	1.83
PE	7	6	5	5
PB	0.7	0.6	0.6	0.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 5 月 9 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

8.54 元


分析师 李阳

执业证书：S0100521110008

邮箱：liyang_yj@mszq.com

目录

1 事件：公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报	3
2 点评：传统业务稳健增长，新业务成长可期	4
2.1 高质量发展成效明显，ROE、现金流改善	4
2.2 基建业务：国内稳步增长，“一带一路”沿线有望加快	7
2.3 勘察设计与咨询服务业务	10
2.4 工程设备与零部件制造业务	11
2.5 房地产开发业务：逆势增长，注重一二线城市投资	13
2.6 矿产资源业务：投资 5 座现代化矿山，盈利能力优化	14
3 盈利预测与投资建议	15
3.1 盈利预测与业务拆分	15
3.2 估值分析与投资建议	17
4 风险提示	18
插图目录	20
表格目录	20

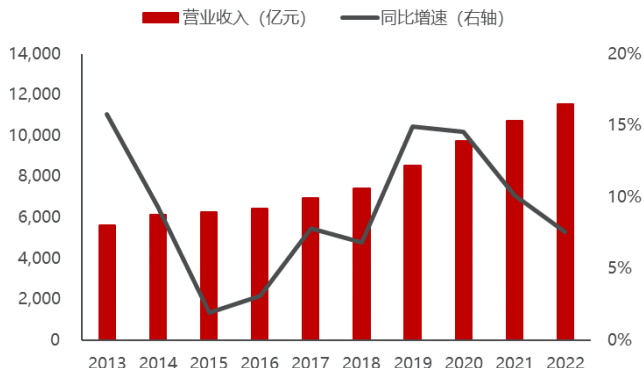
1 事件：公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报

公司发布 2022 年年报：2022 年公司实现营收 11543.58 亿元，同比+7.56%；归母净利润 312.76 亿元，同比+13.25%，扣非后归母净利润 284.18 亿元，同比+9.04%。

订单方面，2022 年公司实现新签合同额 30323.9 亿元，同比+11.1%。其中，基础设施建设业务 26659.3 亿元，同比+10.3%（铁路 5157.8 亿元，同比+19.0%；公路 3483.1 亿元，同比+18.0%；市政及其他 18018.4 亿元，同比+6.8%）；勘察设计与咨询服务 278.9 亿元，同比+35.7%；工业设备与零部件制造 631.9 亿元，同比+3.1%；房地产销售签约合同额 751.9 亿元，同比+15.9%。

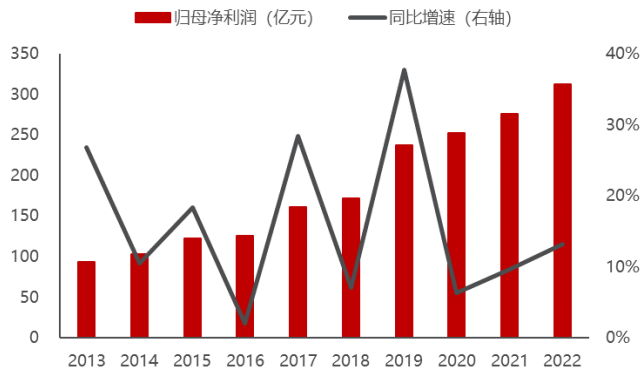
2023Q1，公司实现营收 2726.25 亿元，同比+2.07%；归母净利润 78.79 亿元，同比+3.84%；扣非归母净 74.13 亿元，同比+0.94%。**订单方面，**23Q1 实现新签合同额 6673.8 亿元，同比+10.3%。其中，设计咨询新签合同额 77.4 亿元，同比-35.1%；工程建造 5060.3 亿元，同比+21.8%；装备制造 162.1 亿元，同比+8.6%；房地产开发 170.5 亿元，同比+137.8%；资产经营 402.9 亿元，同比-42.3%；资源利用 65.6 亿元，同比+10.3%；金融物贸 172.2 亿元，同比+29.7%；新兴业务 562.8 亿元，同比-16.5%。

图1：2022 年公司实现营收 11543.58 亿元



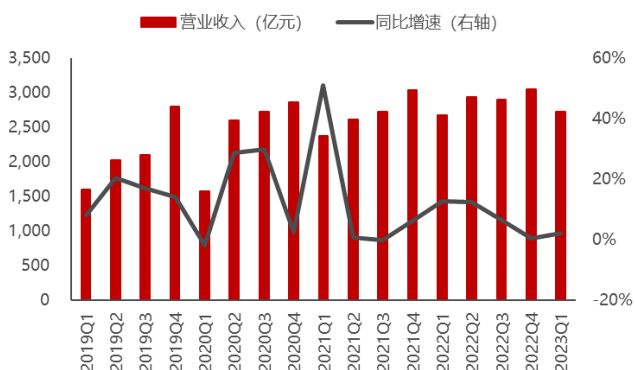
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2022 年公司实现归母净利润 312.76 亿元



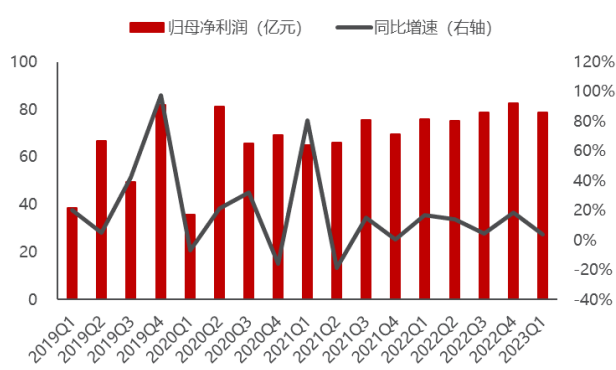
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：2023Q1 年公司实现营收 2726.25 亿元

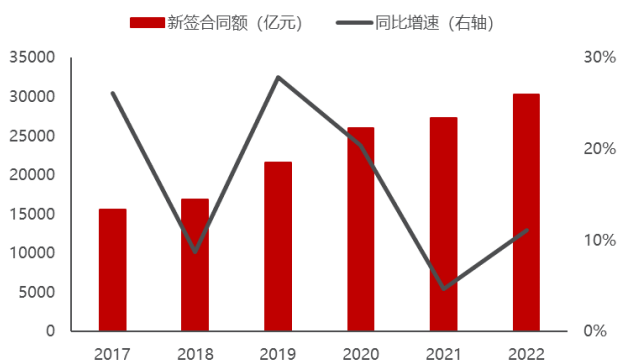


资料来源：wind，民生证券研究院

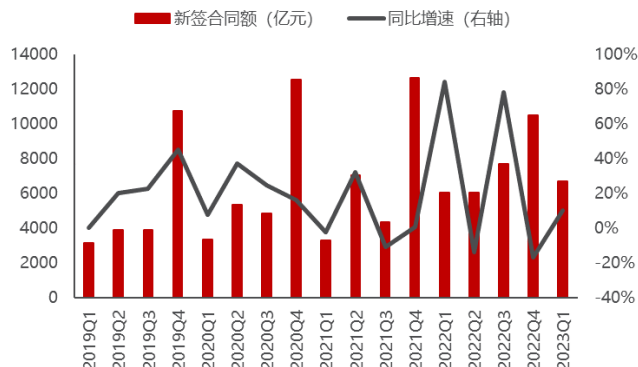
图4：2023Q1 公司实现归母净利润 78.79 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

图5：2022 年实现新签合同 30323.9 亿元


资料来源：wind，民生证券研究院

图6：2023Q1 实现新签合同 6673.8 亿元


资料来源：wind，民生证券研究院

2 点评：传统业务稳健增长，新业务成长可期

2.1 高质量发展成效明显，ROE、现金流改善

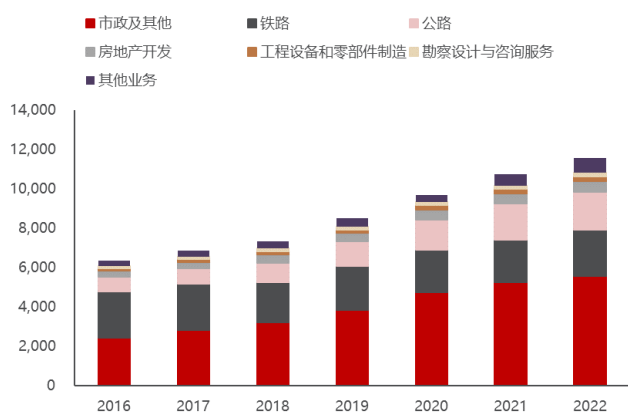
2022 年公司营业收入为 11543.58 亿元，同比+7.56%；毛利润为 1158.14 亿元，同比增长 5.14%。**分业务看**，基础设施建设业务营收 9835.33 亿元，同比+6.51%，占比为 85.20%；其中市政业务营收 5549.44 亿元，同比+5.54%，占比为 48.07%；铁路业务营收 2369.47 亿元，同比+9.74%，占比为 20.53%；公路业务营收 1916.41 亿元，同比+5.47%，占比为 16.60%。房地产业务实现营收 534.59 亿元，同比+6.39%，占比为 4.63%。工程设备和零部件制造业务实现营收 258.38 亿元，同比+8.42%，占比为 2.24%。勘察设计与咨询服务实现营收 186.16 亿元，同比+6.74%，占比为 5.38%。其他业务实现营收 729.12 亿元，同比+25.38%，占比为 6.32%；其中矿产资源实现营收 75.04 亿元，同比+25.98%，占比为 0.65%。

2023Q1 公司实现营收 2726.25 亿元，同比+2.07%，毛利润为 248.84 亿元，同比+1.23%。**分业务看**，基础设施建设业务营收 2347.33 亿元，同比+1.67%，占比为 86.10%。房地产开发业务实现营收 78.78 亿元，同比-11.07%，占比为 2.89%。装备制造业务实现营收 72.65 亿元，同比+12.53%，占比为 2.66%。设计咨询实现营收 47.24 亿元，同比-2.95%，占比为 1.73%。

毛利率方面，2022 年公司毛利率为 9.81%，同比-0.19%。**分业务看**，基础设施建设业务毛利率为 8.42%，同比+0.01pct；其中，市政业务毛利率为 9.22%，同比+0.15pct；铁路业务毛利率为 3.54%，同比+0.14pct；公路业务毛利率为 12.10%；同比-0.35pct。房地产开发业务毛利率为 17.07%，同比-5.12pct。工程设备和零部件制造毛利率为 20.56%，同比-1.05pct。勘察设计与咨询服务毛利率为 28.30%，同比-0.01pct。其他业务毛利率为 17.95%，同比-0.36pct，其中矿产资源业务毛利率 55.64%，同比+0.52pct。

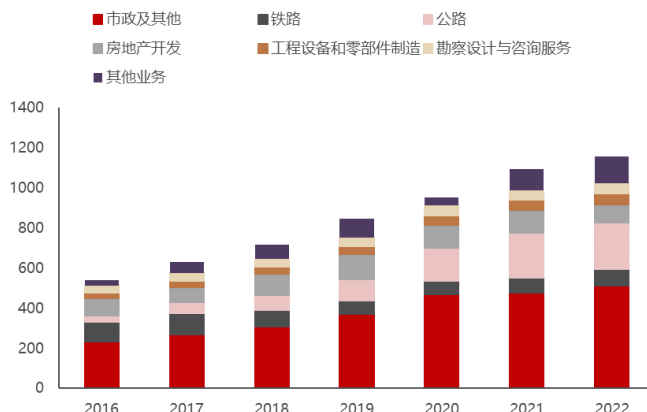
2023Q1 公司毛利率为 8.91%，同比-0.10pct。分业务看，基础设施建设毛利率为 7.63%，同比-0.18pct，设计咨询毛利率为 22.93%，同比-2.29pct。装备制造毛利率为 21.03%，同比+2.11pct，房地产开发毛利率为 18.00%，同比+0.85pct。其他业务毛利率为 15.58%，同比-0.39pct。

图7：2022 年市政业务实现营业收入 5549 亿元



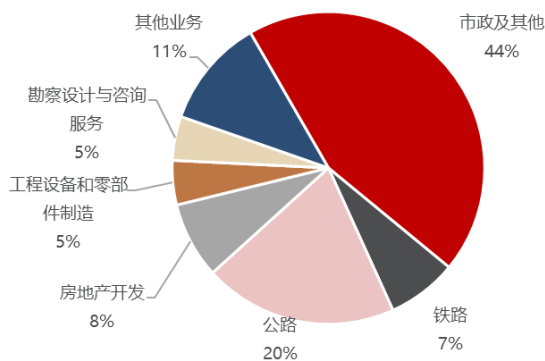
资料来源：wind，民生证券研究院

图8：2022 年市政业务实现毛利润 512 亿元



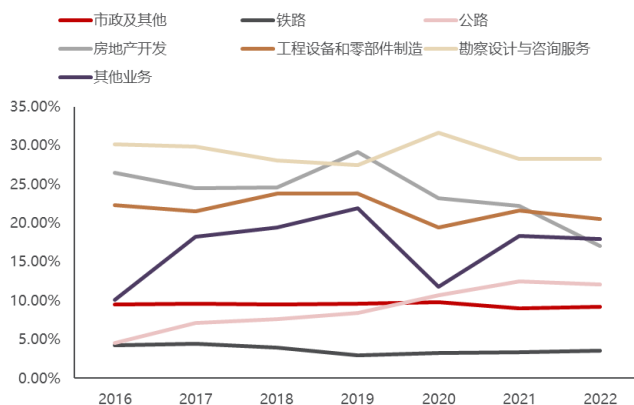
资料来源：wind，民生证券研究院

图9：2022 年毛利润拆分



资料来源：wind，民生证券研究院

图10：2016-2022 年毛利率拆分



资料来源：wind，民生证券研究院

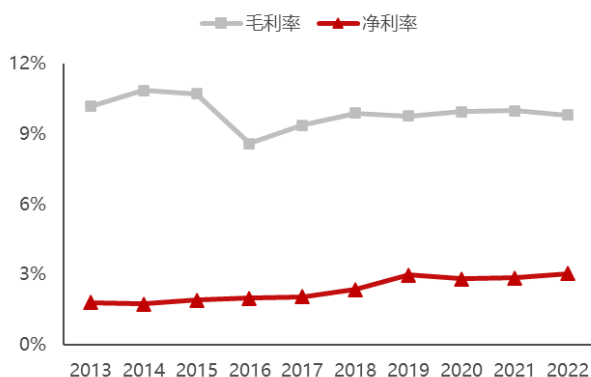
2022 年公司实现归母净利润 312.76 亿元,同比+13.25%。净利率为 3.04%，同比+0.19pct。费用方面，2022 年期间费用为 623.14 亿元，其中销售/管理/研发/财务费用分别为 63.28/250.61/277.42/31.83 亿元，同比分别+6.38%/+3.19%/+12.09%/-16.32%。其中，销售费用增长主因地产销售代理费及业务营销投入增加；管理费用增长主因规模及薪酬增加；财务费用下降主因基础设施投资收益增加及融资成本下降。2022 年期间费用率为 5.40%，同比-0.08pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.55%/2.17%/2.40%/0.28%，同比分别-0.01/-0.09/+0.10/-0.08pct。2022 年费用率控制良好，研发费用加大投入，其

余 3 项费用率均下降。

2022 年公司继续保持高质量发展, 2022 年公司加权平均 ROE 为 12.13%, 同比+0.50pct; 资产负债率 73.77%, 同比+0.09pct, 基本稳定。经营活动现金流净额为 435.52 亿元, 同比+233.23%。

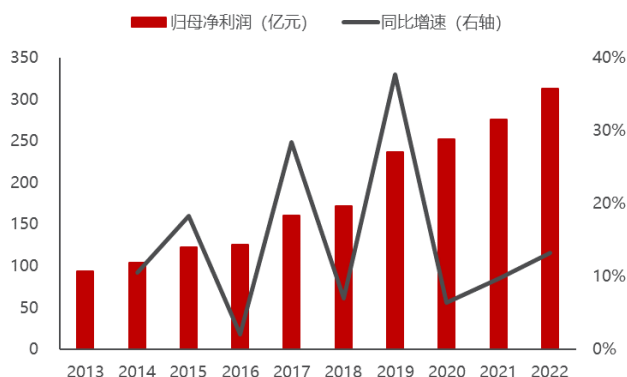
23Q1 实现归母净利润 78.79 亿元, 同比+3.84%。净利率为 3.26%, 同比+0.14pct。费用方面, 23Q1 期间费用为 129.18 亿元, 其中销售/管理/研发/财务费用分别为 15.10/64.42/38.38/11.28 亿元, 同比分别+12.38%/+4.38%/-14.27%/+16.04%。23Q1 期间费用率为 4.74%, 同比-0.11pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.55%/2.36%/1.41%/0.41%, 同比分别+0.05/+0.05/-0.27/+0.05pct。

图11: 2022 年公司实现净利率 3.26%



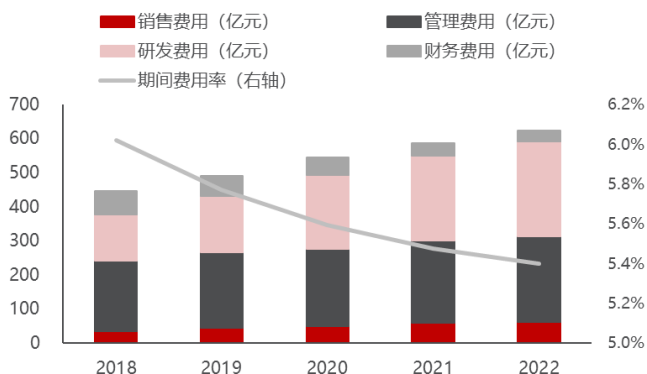
资料来源: wind, 民生证券研究院

图12: 2022 年公司实现归母净利润 312.76 亿元



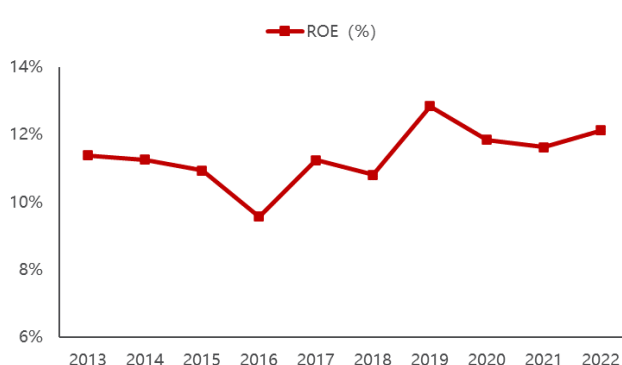
资料来源: wind, 民生证券研究院

图13: 2022 年期间费用率 5.40%

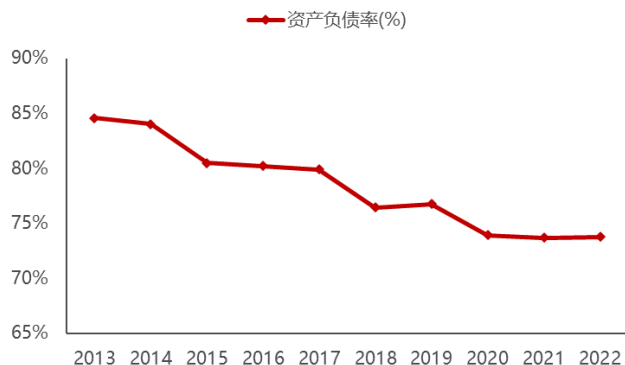


资料来源: wind, 民生证券研究院

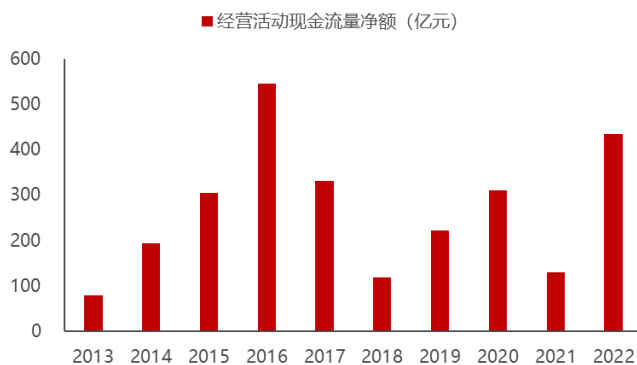
图14: 2022 年公司加权平均 ROE 为 12.13%



资料来源: wind, 民生证券研究院

图15: 2022 年末资产负债率 73.77%


资料来源: wind, 民生证券研究院

图16: 2022 年经营活动现金流净额为 435.52 亿元


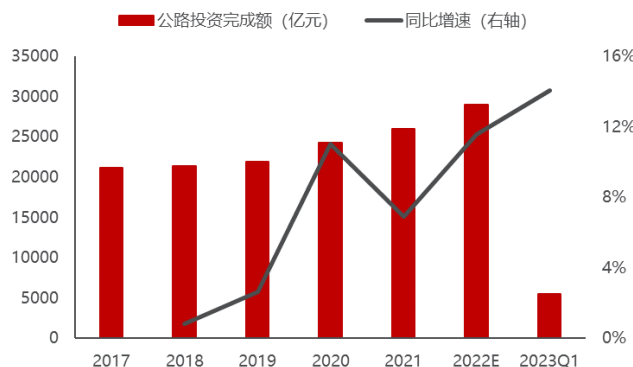
资料来源: wind, 民生证券研究院

2.2 基建业务: 国内稳步增长, “一带一路” 沿线有望加快

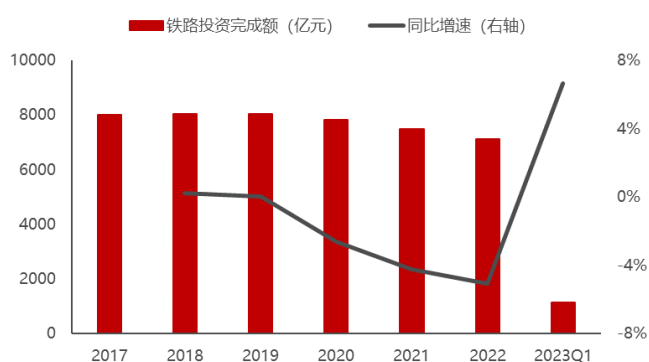
基建业务是公司主要收入来源, 2022 年保持稳健增长。2022 年中国中铁基础设施建设业务营收 9835.33 亿元, 同比+6.51%; 其中市政业务营收 5549.44 亿元, 同比+5.54%; 铁路业务营收 2369.47 亿元, 同比+9.74%; 公路业务营收 1916.41 亿元, 同比+5.47%。**毛利率方面**, 基础设施建设业务毛利率为 8.42%, 同比+0.01pct; 其中市政业务毛利率为 9.22%, 同比+0.15pct; 铁路业务毛利率为 3.54%, 同比+0.14Pct; 公路业务毛利率为 12.10%; 同比-0.35pct。

2022 年全年铁路、公路、城轨、水利、地下空间等传统基础设施领域增长稳健增长。根据国家统计局数据, 全年全国固定资产投资 57.2 万亿元, 同比+5.1%, 其中基础设施投资增速为 9.4% (+0.4pct)。2022 年, 全国完成交通固定资产投资超 3.8 万亿元, 同比增长超 6%。其中铁路固定资产投资 7109 亿元, 同比-5.1%, 投产新线 4100 公里 (其中高铁 2082 公里), 截至 2022 年末全国铁路营业里程达到 15.5 万公里 (其中高铁 4.2 万公里)。2022 年全国公路建设完成投资 2.9 万亿元, 同比+9.7%; 其中高速公路投资 1.47 万亿元, 同比+6.6%。水利建设方面, 2022 年, 全国完成水利建设投资 10,893 亿元, 同比+43.8%。城市轨道交通方面, 新增运营线路 25 条, 新增城轨交通运营线路 1,085.17 公里, 其中地铁线路 803.12 公里 (占比 74.01%)、城市快轨线路 212.39 公里 (占比 19.57%)。

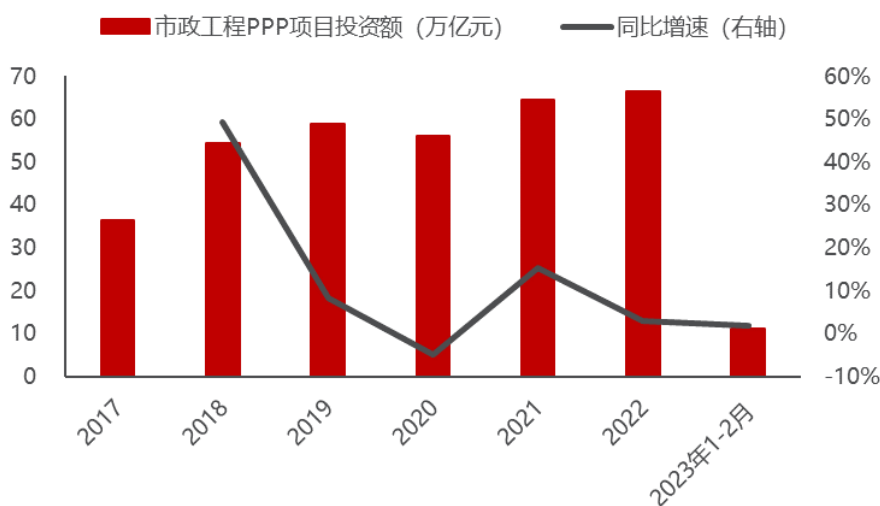
基建作为扩内需、稳增长的重要支撑, 我们预计 2023 年增速仍将保持较高水平。2023 年 Q1 公路、铁路投资同比增长。2023Q1 铁路固定资产投资 1136 亿元, 同比+6.7%; 公路建设投资 5846.3 亿元, 同比+14.1%。2023 年 1-2 月市政工程 PPP 项目投资 11.17 万亿元, 同比+1.8%。

图17: 2017-2023Q1 公路投资及增速


资料来源: wind, 民生证券研究院

图18: 2017-2023Q1 铁路投资及增速


资料来源: wind, 民生证券研究院

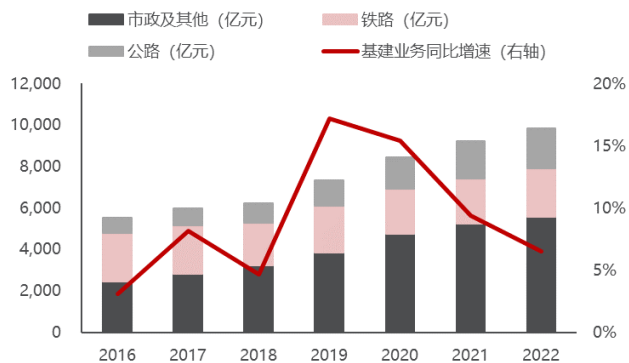
图19: 2017-2023 年 1-2 月市政工程 PPP 项目投资额及增速


资料来源: wind, 民生证券研究院

公司 2022 年铁路、公路、市政新签合同均保持稳定增长。订单方面, 2022 年公司基础设施建设业务 26659.3 亿元, 同比+10.3%。**铁路方面**, 2022 年国内路大中型市场招标规模的提升, 公司作为铁路工程承包龙头, 充分受益行业增长, 2022 年铁路新签合同额 5157.8 亿元, 同比+19.0%, 未完合同额 7612.0 亿元, 同比+5.0%; **公路方面**, 受益全国公路固定资产投资加快, 2022 年公司公路新签合同额 3483.1 亿元, 同比+18.0%, 未完合同额 6,507.1 亿元, 同比-5.9%; **市政方面**, 公司深耕城市综合开发运营, 2022 年市政及其他业务完成新签合同额 18018.4 亿元, 同比+6.8%。其中, 市政业务完成新签合同额 3149.6 亿元, 同比-24.3%; 房建业务完成新签合同额 8418.2 亿元, 同比+6.2%; 城市轨道交通业务完成新签合同额 1,177.4 亿元, 同比-21.1%。2022 年公司“第二曲线”取得显著成效, 实现新签合同额 3018.92 亿元, 同比+81.8%, 其中水利水电板块新签

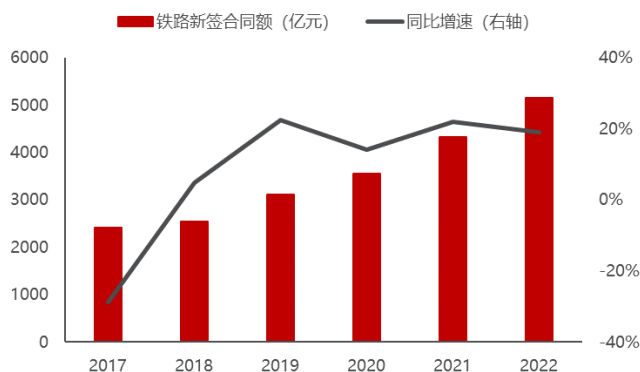
合同 985.57 亿元，同比+223.29%。

图20: 2016-2022 年公司基建业务营收及增速



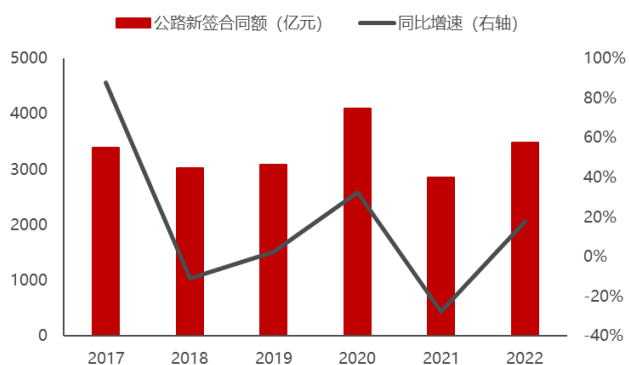
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图21: 2017-2022 年公司铁路新签订单及增速



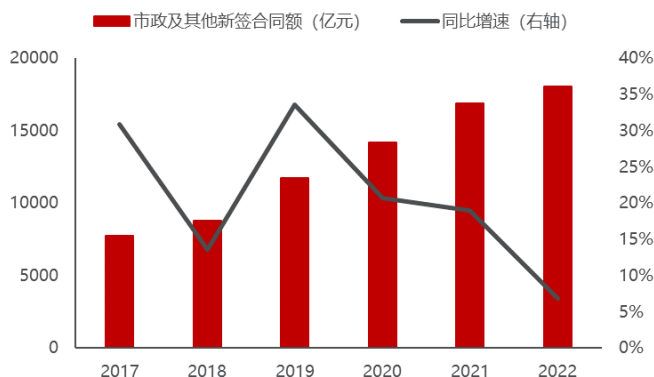
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图22: 2017-2022 年公司公路新签订单及增速



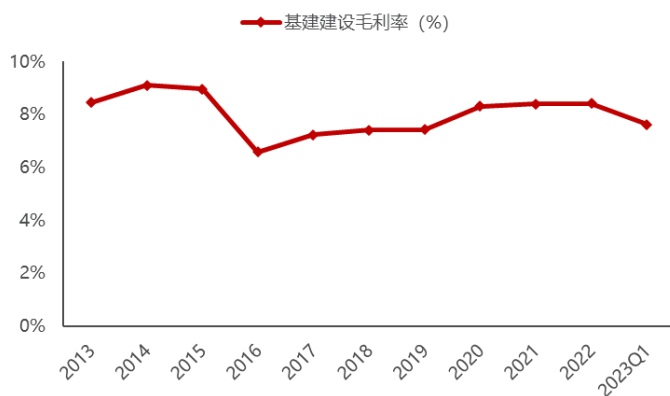
资料来源: wind, 民生证券研究院

图23: 2017-2022 年公司市政及其他新签订单及增速



资料来源: wind, 民生证券研究院

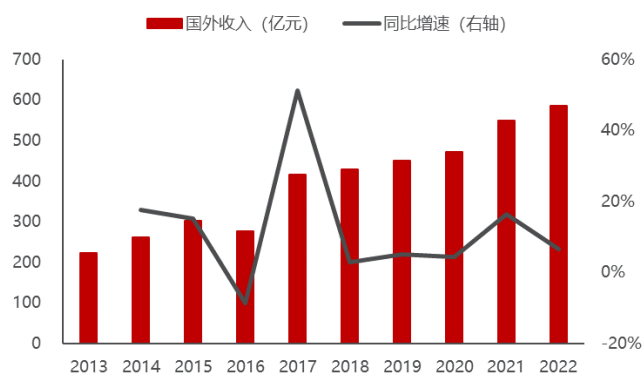
图24: 2013-2023Q1 基建业务毛利率



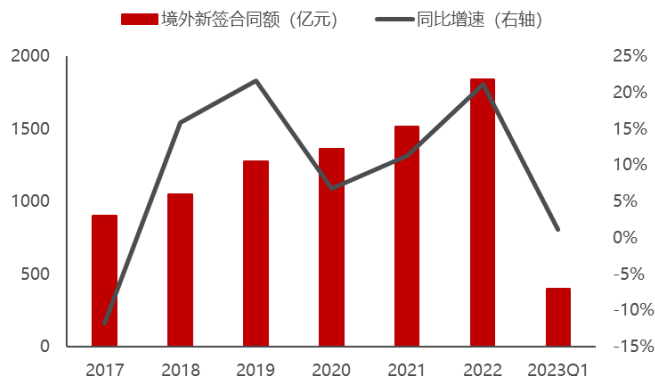
资料来源: wind, 民生证券研究院

海外业务方面，我国“一带一路”沿线业务保持活跃。2022年我国对外承包工程完成营业额10,424.9亿元，同比+4.3%；新签合同额17,021.7亿元，同比增长2.1%。其中，我国企业在“一带一路”沿线国家新签对外承包工程项目合同5,514份，新签合同额8,718.4亿元人民币，同比增长0.8%，占同期我国对外承包工程新签合同额的51.2%；完成营业额5,713.1亿元人民币，同比-1.3%。

2023Q1我国对“一带一路”沿线国家工程承包新签合同额1748.9亿元，同比增长11.8%，其中3月“一带一路”沿线新签合同额912.0亿元，同比大幅增长97.5%，“一带一路”沿线布局的工程企业有望受益。公司2022年实现境外营收584.37亿元，同比+6.66%；境外新签合同1837.8亿元，同比+21.1%。

图25：2013-2022年公司国外营收及增速


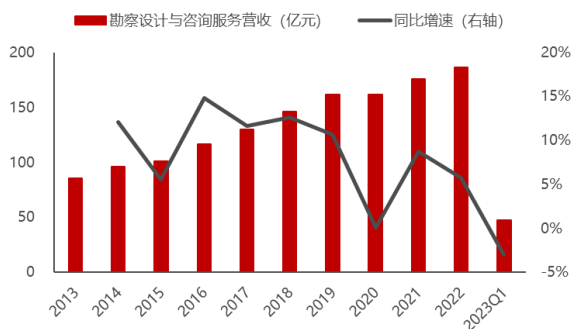
资料来源：wind，民生证券研究院

图26：2017-2022年公司境外新签订单及增速


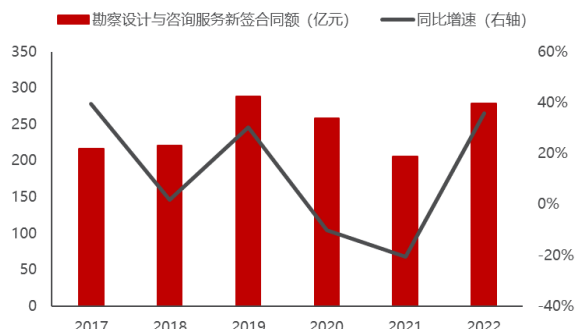
资料来源：wind，民生证券研究院

2.3 勘察设计与咨询服务业务

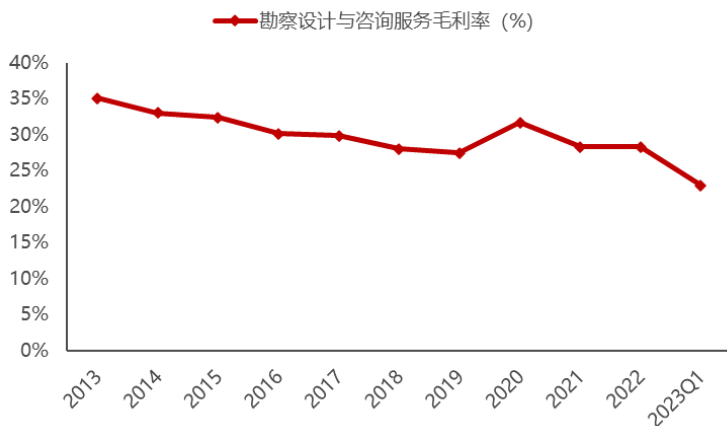
公司勘察设计与咨询服务的营业收入主要源于为基础设施建设项目提供全方位的勘察设计与咨询、研发、可行性和研究和监理服务。2022年公司加强公路、水利水电、水资源开发利用、河道或流域水生态、水环境治理的设计和规划优势。2022年，勘察设计与咨询服务持续稳定发展，实现营收186.16亿元，同比+5.75%；毛利率为28.30%，同比-0.01pct。实现新签合同额278.9亿元，同比+35.7%。截至2022年末，公司勘察设计与咨询服务业务未完合同额533.9亿元，同比+7.2%。

图27: 2013-2023Q1 公司勘察设计与咨询服务营收及增速


资料来源: wind, 民生证券研究院

图28: 2017-2022 年公司勘察设计与咨询服务新签订合同额及增速


资料来源: wind, 民生证券研究院

图29: 2013-2023Q1 勘察设计与咨询服务业务毛利率


资料来源: wind, 民生证券研究院

2.4 工程设备与零部件制造业务

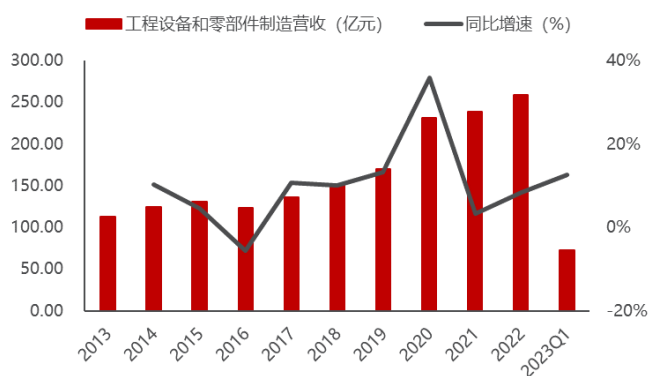
公司工程设备与零部件制造业务包括道岔产品、隧道施工设备及服务、钢结构制造及安装、工程施工机械、铁路和城市轨道交通电气化器材、装配式建筑等。

公司设备产品市场优势明显, 多项产品市占率超过 50%。在国内市场, 公司在高速道岔 (250 公里时速以上) 市占率 64%、普速道岔市占率 46%、重载道岔市占有 56%、城轨交通道岔市占率 70%, 大型钢结构桥梁市占率为 60%以上, 高速铁路接触网零部件市占率为 60%以上, 城市轨道交通供电产品市占率 50%。公司旗下控股上市子公司中铁工业 (主营轨道交通及地下掘进高端装备)、高铁电气 (国内电气化接触网零部件及城市轨道交通供电装备重要的研发、生产和系统集成供应商)、中铁装配 (国内房屋装配式建筑部品部件行业中产品结构丰富并具备装配式建筑集成服务能力的供应商)。2022 中铁工业实现营收 288.17 亿元, 同比 +6.11%, 毛利率为 18.08%, 同比+0.01pct; 高铁电气实现营收 14.88 亿元, 同

比+5.18%，毛利率为 21.61%，同比-0.45pct；中铁装配实现营收 6.35 亿元，同比+50.28%，毛利率为-0.65%，2021 年同期为-45.36%。

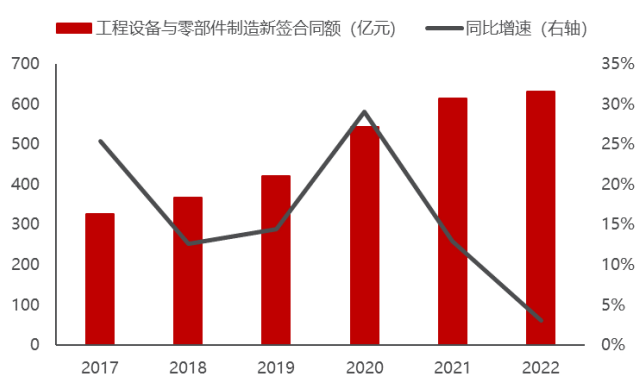
2022 年，公司工程设备与零部件制造业务新签合同额 631.9 亿元，同比增长 3.1%，其中，国内新签完成 623.8 亿元，海外新签完成 8.1 亿元。截至报告期末，公司工程设备与零部件制造业务未完合同额 1306.3 亿元，同比增长 33.8%。

图30: 2013-2023Q1 工程设备与零部件制造营收及增速



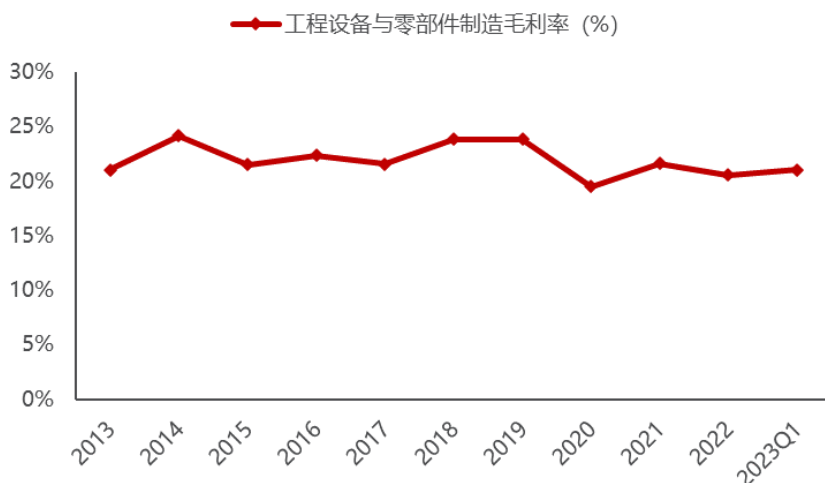
资料来源: wind, 民生证券研究院

图31: 2017-2022 年工程设备与零部件制造新签订单及增速



资料来源: wind, 民生证券研究院

图32: 2013-2023Q12.4 工程设备与零部件制造业务毛利率

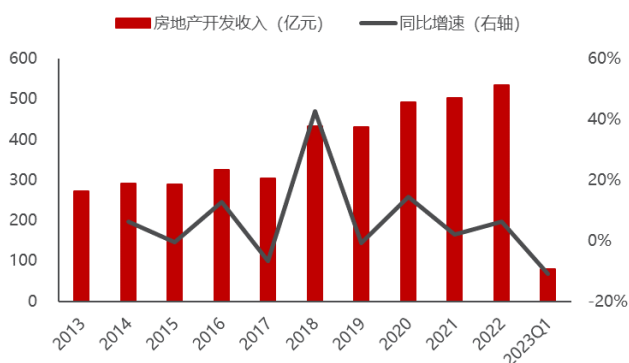


资料来源: wind, 民生证券研究院

2.5 房地产开发业务：逆势增长，注重一二线城市投资

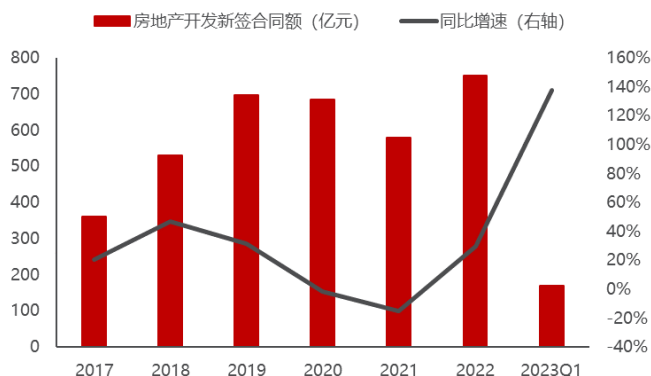
公司房地产围绕基建主业，向文旅、康养、TOD、会展等领域稳步拓展。2022年公司优化房地产投资布局，增加在一线城市和二线核心城市的投资比重。2022年房地产业务新签合同额 751.91 亿元，逆势增长 29.6%，新签土地面积 130.61 万平米。2022 年房地产业务实现营收 534.39 亿元，同比+6.39%。2023Q1 公司房地产新签合同额 170.5 亿元，同比+137.8%。

图33：2013-2023Q1 房地产业务营收及增速



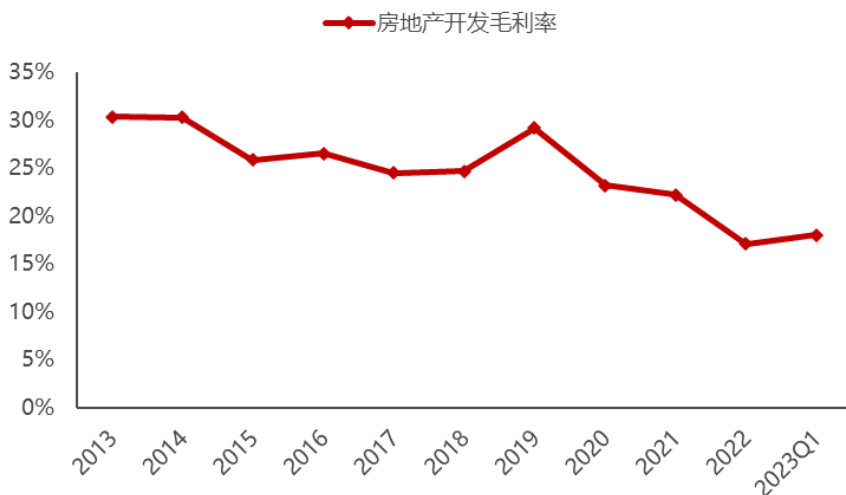
资料来源：wind，民生证券研究院

图34：2017-2023Q1 房地产新签订单及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图35：2013-2023Q1 房地产业务毛利率



资料来源：wind，民生证券研究院

2.6 矿产资源业务：投资 5 座现代化矿山，盈利能力优化

公司矿产资源业务以矿山实体经营开发为主，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 年公司矿产资源产量稳定。其中，铜金属产量 30.29 万吨，同比+25%；钴金属产量 0.52 万吨，同比+60%；钼金属产量 1.50 万吨，同比持平；铅金属产量 0.95 万吨，同比-13%；锌金属产量 2.36 万吨，同比+10%；银金属产量 44.7 吨，同比+16%。

2022 年公司矿产资源业务实现营收 75.04 亿元，同比+25.98%，毛利率 55.64%，同比+0.52pct。矿产资源业务毛利率明显高于公司平均毛利率，有望持续优化公司盈利能力。

表1：2022 年末公司矿产资源情况

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)	2022 年产品产量 (万吨)	项目进展情况
	品种	品位	保有资源/储量 (万吨)					
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
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	
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	
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	
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	
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					
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
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，民生证券研究院

3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测与业务拆分

关键假设:

市政: 历史订单稳健增长, 2022 年末未完成订单增速高于收入增速, 我们预计 2022 年延缓的建设项目在 2023 年逐步释放, 预计 2023-2025 年增速分别为 11%/9.5%/8.5%, 毛利率分别为 9.3%/9.3%/9.4%。

铁路: 历史订单增速良好, 有望支撑 23 年收入增长, 从国内铁路投资来看, 2019-2022 年投资完成额逐年下滑, 我们预计 24-25 年增速放缓, 预计 2023-2025 年增速分别为 10%/6%/4%, 毛利率分别为 3.55%/3.55%/3.60%。

公路: 2022 年新签订单增速 18%, 同时 2022 年延缓的建设有望释放。2022 年初交通运输部印发《关于积极扩大交通运输有效投资的通知》, 加快构建现代化高质量国家综合立体交通网、加快公路水运重大基础设施建设、加快实施“四好农村路”助力乡村振兴等重点任务, 公路有望引来较高增长。我们预计 2023-2025 年增速分别为 12.5%/12%/11%, 毛利率分别为 12.35%/12.4%/12.45%。

房地产开发: 公司房地产订单增长良好, 2022 年期间公司适当增加一线、二线城市投资占比, 我们预计在“房住不炒”指导下公司房地产收入预计小幅增长, 毛利率趋稳, 预计 2023-2025 年增速分别为 8%/6%/5%, 毛利率分别为 18.5%/18.5%/18.5%。

工程设备和零部件制造: 公司工程设备和零部件制造业务与基建相关性高, 此外住建部 2022 年 11 月提出“大力发展装配式建筑”, 公司装配式建筑业务有望受益, 我们预计 2023-2025 年增速分别为 13%/11%/9%, 毛利率分别为 21.3%/21.3%/21.3%。

勘察设计与咨询服务: 业务与公司主营业务相关性高, 2022 年订单高速增长 35.7%, 有望支撑收入增长, 我们预计 2023-2025 年增速分别为 9%/7%/6%, 毛利率分别为 28.4%/28.4%/28.4%。

其他: 2022 年公司矿产、物贸、基建运营等业务增长态势良好, 我们看好相关业务的成长性, 预计 2023-2025 年增速分别为 20%/18%/15%, 毛利率分别为 15%/15.5%/16%。

表2: 公司营收拆分-假设表

主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
基建建设					
收入 (亿元)	9234	9835	10922	11923	12872
YoY	9.40%	6.51%	11.05%	9.16%	7.96%
毛利率	8.41%	8.42%	8.53%	8.60%	8.74%

其中：市政						
收入 (亿元)	5258	5549	6160	6745	7318	
YoY	10.93%	5.54%	11.00%	9.50%	8.50%	
毛利率	9.07%	9.22%	9.30%	9.30%	9.40%	
铁路						
收入 (亿元)	2159	2369	2606	2763	2873	
YoY	-0.33%	9.74%	10.00%	6.00%	4.00%	
毛利率	3.40%	3.54%	3.55%	3.55%	3.60%	
公路						
收入 (亿元)	1817	1916	2156	2415	2680	
YoY	18.39%	5.47%	12.50%	12.00%	11.00%	
毛利率	12.45%	12.10%	12.35%	12.40%	12.45%	
房地产开发						
毛利率	502	535	577	612	643	
YoY	1.92%	6.39%	8.00%	6.00%	5.00%	
毛利率	22.19%	17.07%	18.50%	18.50%	18.50%	
工程设备和零部件制造						
收入 (亿元)	238	258	292	324	353	
YoY	3.28%	8.42%	13.00%	11.00%	9.00%	
毛利率	21.61%	20.56%	21.30%	21.30%	21.30%	
勘察设计与咨询服务						
收入 (亿元)	176	186	203	217	230	
YoY	8.75%	5.75%	9.00%	7.00%	6.00%	
毛利率	28.31%	28.30%	28.40%	28.40%	28.40%	
其他						
收入 (亿元)	582	729	875	1032	1187	
YoY	76.44%	25.38%	20.00%	18.00%	15.00%	
毛利率	18.31%	13.61%	15.00%	15.50%	16.00%	
整体						
收入 (亿元)	10733	11544	12899	14140	15318	
YoY	10.11%	7.56%	11.75%	9.61%	8.34%	
毛利率	10.00%	9.81%	10.02%	10.13%	10.30%	
业绩						
归母净利润 (亿元)	276.18	312.76	354.82	401.26	452.18	
YoY	9.65%	13.25%	13.45%	13.09%	12.69%	
归母净利润/收入	2.57%	2.71%	2.75%	2.84%	2.95%	

资料来源：wind，民生证券研究院预测

3.2 估值分析与投资建议

公司作为工程承包龙头、建筑八大央企，可比公司选取中国铁建、中国建筑、中国交建。可比公司现价对应 2023-2025 年平均 PE 分别为 7x、6x、5x，公司现价对应 2023-2025 年 PE 分别在 6x、5x、5x，低于可比公司均值。

表3：可比公司 PE 对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
601186.SH	中国铁建	11.97	2.17	2.42	2.67	6	5	4
601668.SH	中国建筑	6.97	1.39	1.54	1.65	5	5	4
601800.SH	中国交建	12.01	1.33	1.48	1.64	9	8	7
可比公司均值						7	6	5
601390.SH	中国中铁	8.54	1.43	1.62	1.83	6	5	5

资料来源：wind，民生证券研究院

注：可比公司采用 wind 一致预期（180 天），股价时间为 2023 年 5 月 9 日

公司作为国内基础设施建设龙头，铁路、公路、城轨、房建、市政等传统业务稳健增长，矿产资源、水利水电、清洁能源、港口航道、机场、水务环保、农村基建等新兴业务成长性良好，预计 2023-2025 年收入分别为 12899/14140/15318 亿元，归母净利润分别为 354.82/401.26/452.18 亿元，现价对应 2023-2025 年 PE 分别为 6/5/5 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

4 风险提示

1) **基建投资不及预期。**公司基建业务占比大，与固定资产投资关联性高，固定资产投资不及预期，可能影响公司收入增长。

2) **新业务开展不及预期。**公司开展水利、矿产资源等新业务，业务开拓进展可能不及预期。

3) **国际经商环境变化不及预期。**公司存在一定比例国际业务，国际环境复杂，项目落地进展可能不及预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1154358	1289946	1413970	1531840
营业成本	1038792	1158265	1268247	1371410
营业税金及附加	6579	7722	8465	9171
销售费用	6328	6950	7195	8101
管理费用	25061	28313	31038	32711
研发费用	27742	32688	35835	40200
EBIT	50781	54348	61598	68760
财务费用	3183	4110	4294	4389
资产减值损失	-3455	-3018	-2972	-2869
投资收益	1164	1287	1129	1223
营业利润	43049	49021	56025	63336
营业外收支	-465	-620	-682	-893
利润总额	42583	48401	55343	62443
所得税	7611	8712	10460	11864
净利润	34972	39689	44884	50579
归属于母公司净利润	31276	35482	40126	45218
EBITDA	62279	66903	76235	84765

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	238584	296687	350263	421610
应收账款及票据	124569	133151	141944	149419
预付款项	48327	52110	55790	58956
存货	207871	222235	236722	248809
其他流动资产	279214	307949	323147	352948
流动资产合计	898566	1012132	1107866	1231743
长期股权投资	109881	125168	136297	147520
固定资产	66806	74143	80399	86619
无形资产	170075	179693	189866	200931
非流动资产合计	714600	767132	803480	841635
资产合计	1613166	1779264	1911346	2073377
短期借款	71210	86210	91210	96210
应付账款及票据	480430	513958	555812	593509
其他流动负债	321732	348631	340672	366312
流动负债合计	873373	948800	987695	1056031
长期借款	240378	295537	347938	395099
其他长期负债	76356	77721	79853	82854
非流动负债合计	316734	373258	427791	477953
负债合计	1190107	1322057	1415486	1533984
股本	24752	24752	24752	24752
少数股东权益	121828	126035	130793	136154
股东权益合计	423059	457207	495860	539394
负债和股东权益合计	1613166	1779264	1911346	2073377

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	7.56	11.75	9.61	8.34
EBIT 增长率	5.65	7.02	13.34	11.63
净利润增长率	13.25	13.45	13.09	12.69
盈利能力 (%)				
毛利率	9.81	10.02	10.13	10.30
净利润率	2.72	2.76	2.84	2.96
总资产收益率 ROA	1.94	1.99	2.10	2.18
净资产收益率 ROE	10.38	10.71	10.99	11.21
偿债能力				
流动比率	1.03	1.07	1.12	1.17
速动比率	0.47	0.50	0.55	0.59
现金比率	0.27	0.31	0.35	0.40
资产负债率 (%)	73.77	74.30	74.06	73.98
经营效率				
应收账款周转天数	38.75	38.00	37.00	36.00
存货周转天数	73.06	71.00	69.00	67.00
总资产周转率	0.77	0.76	0.76	0.77
每股指标 (元)				
每股收益	1.26	1.43	1.62	1.83
每股净资产	12.17	13.38	14.75	16.29
每股经营现金流	1.76	2.97	3.55	3.77
每股股利	0.20	0.25	0.28	0.32
估值分析				
PE	7	6	5	5
PB	0.7	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	5.83	5.60	4.52	3.88
股息收益率 (%)	2.34	2.95	3.33	3.76

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	34972	39689	44884	50579
折旧和摊销	11498	12556	14637	16005
营运资金变动	-10444	5219	10071	6918
经营活动现金流	43552	73393	87750	93342
资本开支	-59744	-32446	-33865	-37042
投资	-25708	-18143	-16995	-16995
投资活动现金流	-84388	-66558	-37538	-54037
股权募资	21362	0	0	0
债务募资	87963	68898	23765	54160
筹资活动现金流	96365	51268	3364	32042
现金净流量	56872	58103	53577	71347

插图目录

图 1: 2022 年公司实现营收 11543.58 亿元	3
图 2: 2022 年公司实现归母净利 312.76 亿元	3
图 3: 2023Q1 年公司实现营收 2726.25 亿元	3
图 4: 2023Q1 年公司实现归母净利 78.79 亿元	3
图 5: 2022 年实现新签合同 30323.9 亿元	4
图 6: 2023Q1 实现新签合同 6673.8 亿元	4
图 7: 2022 年市政业务实现营业收入 5549 亿元	5
图 8: 2022 年市政业务实现毛利润 512 亿元	5
图 9: 2022 年毛利润拆分	5
图 10: 2016-2022 年毛利率拆分	5
图 11: 2022 年公司实现净利率 3.26%	6
图 12: 2022 年公司实现归母净利润 312.76 亿元	6
图 13: 2022 年期间费用率 5.40%	6
图 14: 2022 年公司加权平均 ROE 为 12.13%	6
图 15: 2022 年末资产负债率 73.77%	7
图 16: 2022 年经营活动现金流净额为 435.52 亿元	7
图 17: 2017-2023Q1 公路投资及增速	8
图 18: 2017-2023Q1 铁路投资及增速	8
图 19: 2017-2023 年 1-2 月市政工程 PPP 项目投资额及增速	8
图 20: 2016-2022 年公司基建业务营收及增速	9
图 21: 2017-2022 年公司铁路新签订单及增速	9
图 22: 2017-2022 年公司公路新签订单及增速	9
图 23: 2017-2022 年公司市政及其他新签订单及增速	9
图 24: 2013-2023Q1 基建业务毛利率	9
图 25: 2013-2022 年公司国外营收及增速	10
图 26: 2017-2022 年公司境外新签订单及增速	10
图 27: 2013-2023Q1 公司勘察设计与咨询服务营收及增速	11
图 28: 2017-2022 年公司勘察设计与咨询服务新签订单及增速	11
图 29: 2013-2023Q1 勘察设计与咨询服务业务毛利率	11
图 30: 2013-2023Q1 工程设备与零部件制造营收及增速	12
图 31: 2017-2022 年工程设备与零部件制造新签订单及增速	12
图 32: 2013-2023Q1 2.4 工程设备与零部件制造业务毛利率	12
图 33: 2013-2023Q1 房地产业务营收及增速	13
图 34: 2017-2023Q1 房地产新签订单及增速	13
图 35: 2013-2023Q1 房地产业务毛利率	13

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 2022 年末公司矿产资源情况	14
表 2: 公司营收拆分-假设表	15
表 3: 可比公司 PE 对比	17
公司财务报表数据预测汇总	19

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

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

免责声明

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

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

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

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

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

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

民生证券研究院：

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

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

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