

中国中铁 (601390.SH)

经济效益稳中有升，境外新签超预期

买入

核心观点

经济效益稳中有升，净利增 13.3%。2022 年公司实现营业收入 11543.6 亿元，同比增长 7.6%，增幅收窄 2.8pct，归母净利润 312.8 亿元，同比增长 13.3%，增幅扩大 3.6pct，扣非归母净利润 284.2 亿元，同比增长 9.0%。其中四季度单季营收 3033.2 亿元，同比增长 0.3%，归母净利润 82.6 亿元，同比增长 18.5%。

新签订单创新高，境外开发成绩斐然。公司 2022 年新签合同额首次迈上 3 万亿元，同比增长 11.1%，增幅扩大 6.4pct，新签订单保障倍数达 2.6，在手订单保障倍数达 4.3。**分业务看**，基建工程中，市政/铁路/公路实现新签 18018/5158/3483 亿元，同比增长 6.8%/19%/18%，房地产开发/工业设备/勘察设计实现新签 752/632/279 亿元，同比增长 29.6%/3.1%/35.7%。**分地区看**，境外新签合同额 1838 亿元，同比增长 21%，增速扩大 9.8pct，“一带一路”标志性项目中老铁路、埃及斋月十日城轻轨铁路 AB 段、孟加拉帕德玛大桥等顺利建成，印尼雅万高铁试验运行，瑞典地铁、孟加拉数字联通等项目相继中标。

矿产运营产量稳固，新矿开发进行时。铜金属产量 30.29 万吨，同比增长 25%；钴金属产量 0.52 万吨，同比增长 60%；钼金属产量 1.50 万吨，同比持平；铅金属产量 0.95 万吨，同比减少 13%；锌金属产量 2.36 万吨，同比增长 10%；银金属产量 44.7 吨，同比增长 16%。

财务指标稳健，资产结构持续优化。2022 年公司毛利率 9.81%，净利率 3.04%，净资产收益率 12.13%，较 2021 年增 0.5pct，经营现金净流入 435.5 亿元，投资现金净流出 843.9 亿元，筹资现金净流入 963.7 亿元，资产负债率 73.8%，与去年持平。

投资建议：维持盈利预测，维持“买入”评级。公司作为基建央企龙头，经济效益稳中有升，矿产运营稳步扩张，境外新签成绩斐然。预计公司 2023-2025 年归母净利润 276/314/358 亿元，每股收益 1.12/1.27/1.45 元，对应当前股价 PE 为 6.14/5.42/4.74X。公司合理估值 7.84-8.8 元，较当前股价有 14%-27.9%溢价，维持“买入”评级。

风险提示：基建投资力度不及预期；项目投资风险；国际投资经营风险等。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,073,272	1,154,358	1,276,143	1,412,053	1,565,684
(+/-%)	10.1%	7.6%	10.5%	10.7%	10.9%
净利润(百万元)	27618	31276	27624	31375	35781
(+/-%)	9.6%	13.2%	-11.7%	13.6%	14.0%
每股收益(元)	1.12	1.26	1.12	1.27	1.45
EBIT Margin	4.6%	4.3%	4.1%	4.1%	4.1%
净资产收益率 (ROE)	10.0%	10.4%	9.0%	9.9%	11.0%
市盈率 (PE)	6.1	5.4	6.2	5.4	4.8
EV/EBITDA	20.1	22.7	21.5	21.3	20.8
市净率 (PB)	0.61	0.57	0.55	0.54	0.52

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

建筑装饰·基础建设

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

联系人：朱家琪

021-60375435

zhujiaqi@guosen.com.cn

联系人：卢思宇

0755-81981872

lusiuyu1@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	7.84 - 8.80 元
收盘价	6.88 元
总市值/流通市值	170295/170295 百万元
52 周最高价/最低价	8.09/4.96 元
近 3 个月日均成交额	1120.25 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《中国中铁(601390.SH)-基建龙头，开路先锋》——2023-01-16

经济效益稳中有升，净利增 13.3%。2022 年公司实现营业收入 11543.6 亿元，同比增长 7.6%，增幅收窄 2.8pct，归母净利润 312.8 亿元，同比增长 13.3%，增幅扩大 3.6pct，扣非归母净利润 284.2 亿元，同比增长 9.0%。其中四季度单季营收 3033.2 亿元，同比增长 0.3%，归母净利润 82.6 亿元，同比增长 18.5%。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元，%）



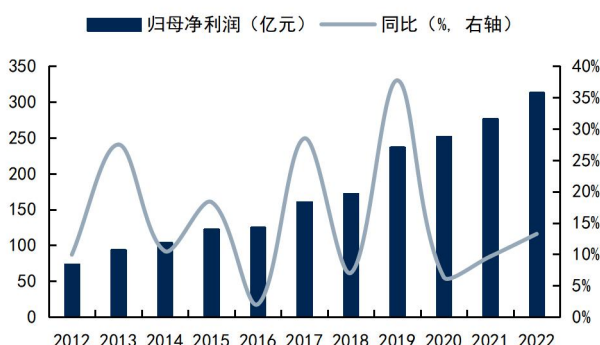
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及增速（单位：亿元，%）



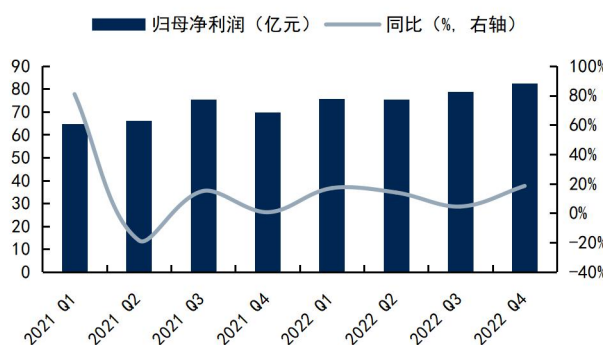
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（单位：亿元，%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

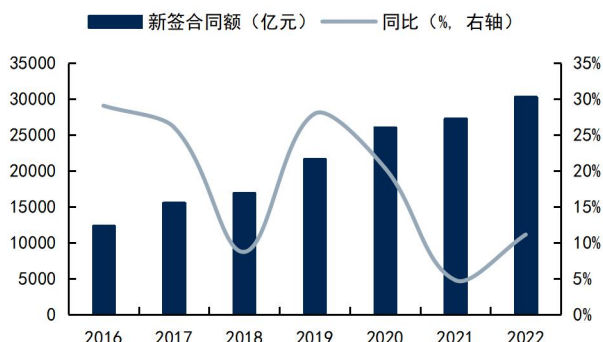
图4：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元，%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

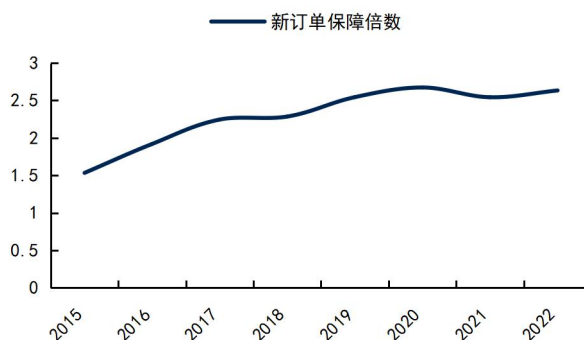
新签订单创新高，境外开发成绩斐然。公司 2022 年新签合同额首次迈上 3 万亿元，同比增长 11.1%，增幅扩大 6.4pct，新签订单保障倍数达 2.6，在手订单保障倍数达 4.3。**分业务看**，基建工程中，市政/铁路/公路实现新签 18018/5158/3483 亿元，同比增长 6.8%/19%/18%，房地产开发/工业设备/勘察设计实现新签 752/632/279 亿元，同比增长 29.6%/3.1%/35.7%。**分地区看**，境外新签合同额 1838 亿元，同比增长 21%，增速扩大 9.8pct，“一带一路”标志性项目中老铁路、埃及斋月十日城轻轨铁路 AB 段、孟加拉帕德玛大桥等顺利建成，印尼雅万高铁试验运行，瑞典地铁、孟加拉数字联通等项目相继中标。

图5: 公司新签合同额及增速 (单位: 亿元, %)



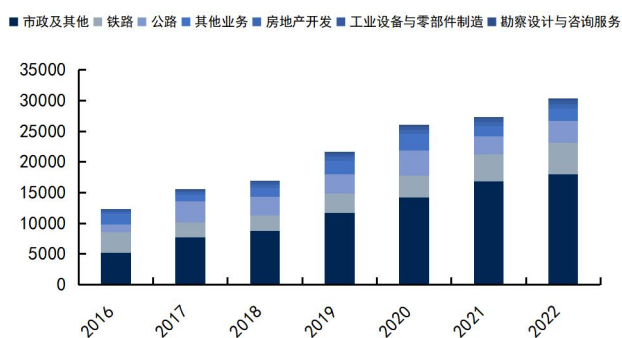
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图6: 新签订单保障倍数 (单位: 倍)



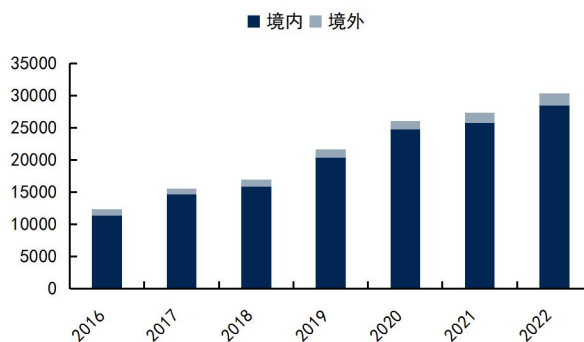
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司新签合同额分业务 (单位: 亿元)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司新签合同额分地区 (单位: 亿元)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

矿产运营产量稳固, 新矿开发进行时。铜金属产量 30.29 万吨, 同比增长 25%; 钴金属产量 0.52 万吨, 同比增长 60%; 钼金属产量 1.50 万吨, 同比持平; 铅金属产量 0.95 万吨, 同比减少 13%; 锌金属产量 2.36 万吨, 同比增长 10%; 银金属产量 44.7 吨, 同比增长 16%。

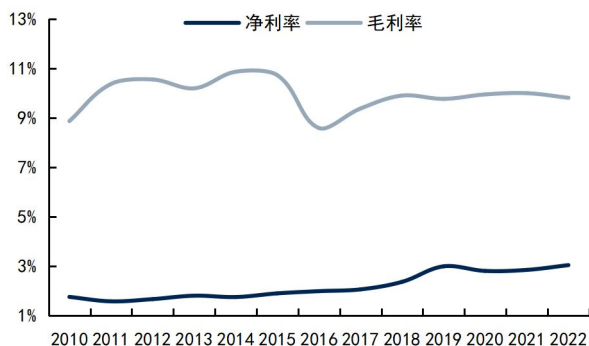
表1: 公司矿产资源项目情况

项目	矿产资源			权益比	计划总投资 (亿元)	已完成投资 (亿元)	报告期产量 (万吨)	项目现状
	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 0.1	正常生产
	铜	/	/					
华刚公司 SICOMINES 钴矿	铜	3.13%	722.07	41.72%	45.86	30.92%	25.26 0.32	正常生产
	钴	0.25%	57.21					
绿纱公司铜钴矿	铜	2.24%	47	72%	21.38	21.6	3.17 0.11	正常生产
	钴	0.06%	1.35					
MKM 公司铜钴矿	铜	2.08%	3.1	80.20%	11.95	12.35%	1.76 0.09	正常生产
	钴	0.21%	0.32					
新鑫公司乌兰铅锌矿	铅	1.15%	17.94	100%	15.4	15.4	0.95 2.36 0.005	正常生产
	锌	2.81%	44.03					
	银	54.62g/t	0.09					
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%				未开发
	锌	5.09%	6.52					
	银	200.51g/t	0.03					

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

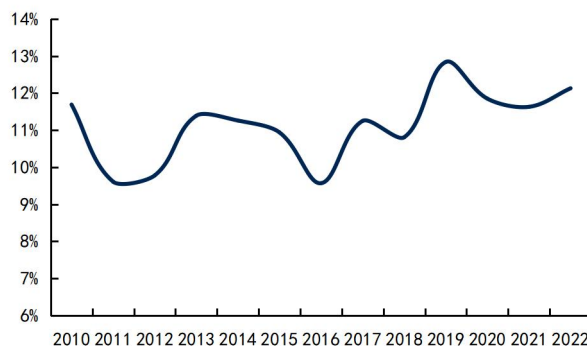
财务指标稳健, 资产结构持续优化。2022 年公司毛利率 9.81%, 净利率 3.04%, 净资产收益率 12.13%, 较 2021 年增 0.5pct, 经营现金净流入 435.5 亿元, 投资现金净流出 843.9 亿元, 筹资现金净流入 963.7 亿元, 资产负债率 73.8%, 与去年持平。

图9: 公司净利率及毛利率



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图10: 公司净资产收益率 ROE



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图11: 公司经营、投资、筹资活动现金流 (单位: 亿元)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图12: 公司资产负债率



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

投资建议: 维持盈利预测, 维持“买入”评级。公司作为基建央企龙头, 经济效益稳中有升, 矿产运营稳步扩张, 境外新签成绩斐然。预计公司 2023-2025 年归母净利润 276/314/358 亿元, 每股收益 1.12/1.27/1.45 元, 对应当前股价 PE 为 6.14/5.42/4.74X。公司合理估值 7.84-8.8 元, 较当前股价有 14%-27.9%溢价, 维持“买入”评级。

表2: 可比公司估值比较 (2023 年 3 月 31 日收盘价)

公司代码	公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE		PB
				2023E	2024E	2023E	2024E	
601668.SH	中国建筑	5.80	2432.20	1.47	1.64	3.95	3.54	0.67
601186.SH	中国铁建	9.01	1223.52	1.94	2.07	4.64	4.35	0.53
601800.SH	中国交建	10.56	1707.10	1.35	1.54	7.82	6.86	0.70
601618.SH	中国中冶	3.90	808.22	0.56	0.63	6.96	6.19	0.87
600039.SH	四川路桥	13.80	859.11	1.94	2.35	7.11	5.87	2.06
600820.SH	隧道股份	5.70	179.21	0.93	1.06	6.13	5.38	0.70
600170.SH	上海建工	2.73	243.09	0.47	0.51	5.81	5.35	0.85
均值				1.24	1.40	6.06	5.36	0.91
601390.SH	中国中铁	6.88	1702.95	1.12	1.27	6.14	5.42	0.67

资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理预测 (注: 可比公司除中国建筑、中国铁建、中国交建, 其余估值均采用 iFinD 一致预测)

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	178913	238584	197422	204973	213660	营业收入	1073272	1154358	1276143	1412053	1565684
应收款项	159619	159592	185386	203451	223164	营业成本	963406	1038544	1146292	1268755	1407256
存货净额	203446	207871	241823	263438	290272	营业税金及附加	5930	6579	7273	7966	8893
其他流动资产	248979	280798	289724	330544	367606	销售费用	5948	6328	6880	7726	8530
流动资产合计	800788	898566	919355	1007405	1099702	管理费用	24286	25061	33457	35739	38390
固定资产	74398	117511	159216	203521	246792	研发费用	24756	27742	30156	33957	38174
无形资产及其他	125625	170075	163272	156469	149666	财务费用	3804	3183	10272	11250	12127
投资性房地产	264755	317133	317133	317133	317133	投资收益	631	1164	1280	1408	1549
长期股权投资	96160	109881	126499	142500	157946	资产减值及公允价值变动	(4231)	(4018)	(4596)	(4282)	(4299)
资产总计	1361726	1613166	1685476	1827028	1971239	其他收入	(27516)	(28761)	(30156)	(33957)	(38174)
短期借款及交易性金融负债	99467	109472	102920	137375	156906	营业利润	38782	43049	38498	43787	49564
应付款项	405520	480430	506607	561119	631842	营业外净收支	(1195)	(465)	(618)	(760)	(614)
其他流动负债	282873	283471	322770	358877	392663	利润总额	37586	42583	37880	43027	48950
流动负债合计	787860	873373	932296	1057371	1181411	所得税费用	7117	7611	6968	7917	8920
长期借款及应付债券	195142	279751	279751	279751	279751	少数股东损益	2852	3696	3288	3735	4249
其他长期负债	20381	36984	42207	49573	59303	归属于母公司净利润	27618	31276	27624	31375	35781
长期负债合计	215523	316734	321957	329323	339054	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	1003384	1190107	1254253	1386694	1520465	净利润	27618	31276	27624	31375	35781
少数股东权益	83072	121828	122697	123666	124774	资产减值准备	(2042)	(262)	76	258	398
股东权益	275271	301230	308526	316668	326000	折旧摊销	9459	9953	14283	15339	16684
负债和股东权益总计	1361726	1613166	1685476	1827028	1971239	公允价值变动损失	4231	4018	4596	4282	4299
						财务费用	3804	3183	10272	11250	12127
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(47711)	3254	2101	17745	31028
每股收益	1.12	1.26	1.12	1.27	1.45	其它	2770	1218	793	711	710
每股红利	0.84	0.94	0.82	0.94	1.07	经营活动现金流	(5675)	49458	49473	69709	88899
每股净资产	11.20	12.17	12.46	12.79	13.17	资本开支	0	(47252)	(53858)	(57380)	(57848)
ROIC	7.57%	6.43%	6%	6%	7%	其它投资现金流	18782	(1890)	6721	0	0
ROE	10.03%	10.38%	9%	10%	11%	投资活动现金流	1119	(62863)	(63754)	(73380)	(73295)
毛利率	10%	10%	10%	10%	10%	权益性融资	(325)	21362	0	0	0
EBIT Margin	5%	4%	4%	4%	4%	负债净变化	41609	78799	0	0	0
EBITDA Margin	5%	5%	5%	5%	5%	支付股利、利息	(20560)	(23181)	(20328)	(23233)	(26449)
收入增长	10%	8%	11%	11%	11%	其它融资现金流	(33073)	(59521)	(6553)	34456	19531
净利润增长率	10%	13%	-12%	14%	14%	融资活动现金流	8700	73077	(26881)	11222	(6918)
资产负债率	80%	81%	82%	83%	83%	现金净变动	4144	59671	(41162)	7551	8687
股息率	12.1%	13.6%	11.9%	13.6%	15.5%	货币资金的期初余额	174768	178913	238584	197422	204973
P/E	6.1	5.4	6.2	5.4	4.8	货币资金的期末余额	178913	238584	197422	204973	213660
P/B	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5	企业自由现金流	0	7104	5032	22958	42561
EV/EBITDA	20.1	22.7	21.5	21.3	20.8	权益自由现金流	0	26382	(9903)	48234	52175

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032