

建筑工程业/工业

中国中铁(601390)

五维度重塑估值:资产质量/ROE/现金流/成长/矿产

	韩其成(分析师)	郭浩然(研究助理)	陈剑鑫(研究助理)
	021-38676162	010-83939793	021-38038262
	hanqicheng8@gtjas.com	guohaoran025968@gtjas.com	chenjianxin027974@gtjas.com
证书编号	S0880516030004	S0880122020030	S0880123030056

本报告导读:

2023PE5.4倍(最高均14倍/2015年最高40倍)PB0.76倍,2014年股价最高涨近十倍,估值底部区域未来弹性空间大。2022年中铁资源(铜钴钨铅锌)净利51亿增70%。**投资要点:**

维持增持。维持预测2023-2025年EPS1.45/1.65/1.86元增15%/14%/13%,考虑中特估业绩超预期,上调目标价至12.3元,对应2023年8.5倍PE。**估值重塑之资产质量改善。**(1)2022年货币资金2386亿增26.6%,占流动资产26.6%提高4.3个百分点。应收账款及票据1246亿下降2%,占流动资产13.9%下降2个百分点,比收入为10.8%下降1个百分点。(2)2022年计提减值61亿(-23%),比利润总额为14.4%下降7个百分点。(3)2023年地产供给端政策和销售好转,专项债和赤字率提升,政府抗疫支出下降和税收增加,预期应收款减值比例和概率下降,资产质量将进一步提升。

估值重塑之盈利能力ROE提升。(1)2022年ROE12.13%(+0.50pct),扣非ROE10.95%(+0.03pct),高于股权激励要求的扣非ROE10.5%。股权激励要求2023-24年扣非ROE11%/11.5%持续提升。(2)资产负债率73.77%(+0.09pct)国资委要求稳定在75%还有空间,归母净利率2.71%(+0.14pct),地产毛利率17%高于整体10%,2023年前三月地产销售增131%占比提升。(3)资产周转率0.78未来有提升潜力,过去十五年最低0.83最高1.35。

估值重塑之现金流好转。(1)2022年经营净现金流436亿(2013年来均为正值)同增233%,比收入为3.8%增加2.6个百分点,比净利润为1.39倍(上年0.47)。(2)地产融资政策和销售好转现金支付能力增强,专项债扩大和政府经济好转税收收入增加,2023年现金流预期继续好转。(3)公司2023PE5.4倍(最高均14倍/2015年最高40倍)PB0.76倍估值弹性大。

风险提示:国内通胀超预期政策紧缩风险,海外业务风险等。

财务摘要(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,073,272	1,154,358	1,304,054	1,460,197	1,620,505
(+/-)%	10%	8%	13%	12%	11%
经营利润(EBIT)	48,067	50,781	60,077	67,906	76,681
(+/-)%	12%	6%	18%	13%	13%
净利润(归母)	27,618	31,276	35,893	40,806	46,111
(+/-)%	10%	13%	15%	14%	13%
每股净收益(元)	1.12	1.26	1.45	1.65	1.86
每股股利(元)	0.20	0.20	0.21	0.22	0.23

利润率和估值指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营利润率(%)	4.5%	4.4%	4.6%	4.7%	4.7%
净资产收益率(%)	10.0%	10.4%	10.6%	10.8%	10.9%
投入资本回报率(%)	6.0%	5.1%	5.7%	6.0%	6.3%
EV/EBITDA	5.26	5.56	6.45	6.54	6.34
市盈率	7.05	6.23	5.43	4.77	4.22
股息率(%)	2.5%	2.5%	2.7%	2.8%	2.9%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 12.30

上次预测: 10.30

当前价格: 7.87

2023.04.07

交易数据

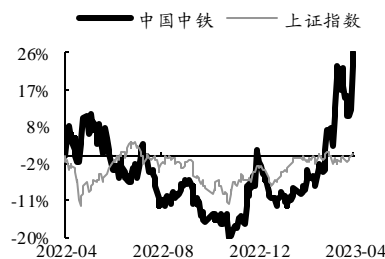
52周内股价区间(元)	4.99-7.87
总市值(百万元)	194,800
总股本/流通A股(百万股)	24,752/20,364
流通B股/H股(百万股)	0/4,207
流通股比例	99%
日均成交量(百万股)	185.38
日均成交值(百万元)	1252.86

资产负债表摘要

股东权益(百万元)	301,230
每股净资产	12.17
市净率	0.6
净负债率	33.21%

EPS(元)	2022A	2023E
Q1	0.31	0.35
Q2	0.30	0.35
Q3	0.32	0.37
Q4	0.33	0.38
全年	1.26	1.45

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	20%	40%	26%
相对指数	20%	35%	25%

相关报告

经营性净现金流增233%,ROE12%增0.5个百分点 2023.03.31

估值PB0.66/PE4.6倍,国企改革和一带一路催化 2023.03.06

单3季度房地产签约金额增56%,估值近15年底部 2022.11.27

前三季度净利增11%,Q3新签增78%估值创15年新低 2022.10.29

Q3新签增78%同环比加速,PE4/PB0.54倍估值创15年新低 2022.10.25

模型更新时间: 2023.04.07

股票研究

工业
建筑工程业

中国中铁(601390)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **12.30**

上次预测: 10.30

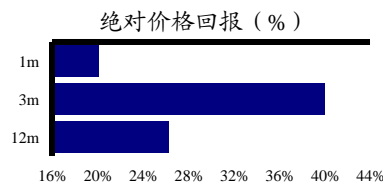
当前价格: 7.87

公司网址

www.crec.cn

公司简介

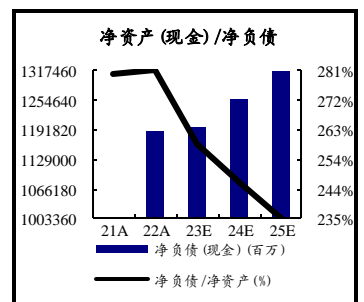
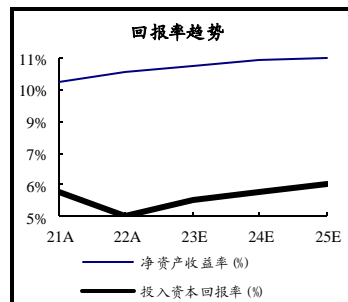
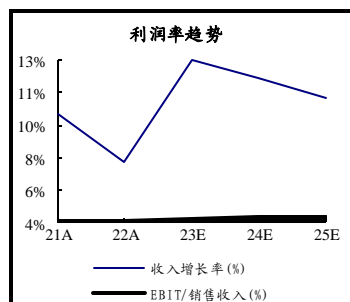
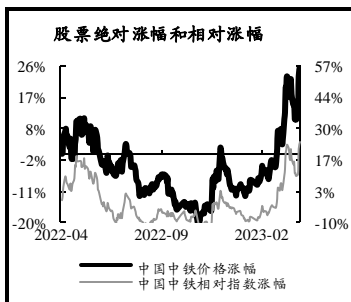
公司是集勘察设计、施工安装、工业制造、房地产开发、资源矿产、金融投资和其他业务于一体的特大型企业集团,总部设在中国北京。作为全球大型建筑工程承包商之一,中国中铁连续年进入世界企业 500 强,2018 年在《财富》世界 500 强企业排名第 56 位,在中国企业 500 强排名第 13 位。



52 周内价格范围 4.99-7.87
市值 (百万元) 194,800

财务预测(单位:百万元)

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
损益表					
营业总收入	1,073,272	1,154,358	1,304,054	1,460,197	1,620,505
营业成本	963,697	1,038,792	1,172,764	1,312,293	1,455,306
税金及附加	5,930	6,579	7,434	8,326	9,242
销售费用	5,948	6,328	7,151	8,009	8,890
管理费用	24,286	25,061	28,318	31,717	35,206
EBIT	48,067	50,781	60,077	67,906	76,681
公允价值变动收益	-515	-563	0	0	0
投资收益	631	1,164	1,312	1,469	1,631
财务费用	3,804	3,183	6,023	7,090	7,674
营业利润	38,782	43,049	48,871	55,559	62,782
所得税	7,117	7,611	8,735	9,931	11,222
少数股东损益	2,852	3,696	4,242	4,823	5,450
净利润	27,618	31,276	35,893	40,806	46,111
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	186,067	248,761	160,439	120,400	98,099
其他流动资产	44,242	51,658	51,658	51,658	51,658
长期投资	96,160	109,881	123,602	137,323	151,044
固定资产合计	67,551	66,806	65,498	64,027	62,393
无形及其他资产	299,366	387,177	431,627	476,077	520,528
资产合计	1,361,726	1,613,166	1,661,584	1,764,143	1,877,925
流动负债	787,860	873,373	881,656	938,586	1,000,808
非流动负债	215,523	316,734	316,734	316,734	316,734
股东权益	358,343	423,059	463,194	508,823	560,383
投入资本(IC)	653,924	813,421	871,924	935,920	1,005,847
现金流量表					
NOPLAT	38,966	41,705	49,339	55,768	62,975
折旧与摊销	10,926	11,498	10,158	10,321	10,484
流动资金增量	27,718	29,039	-44,597	-1,970	9,673
资本支出	-53,713	-59,744	-94,455	-94,386	-94,315
自由现金流	23,897	22,496	-79,554	-30,266	-11,183
经营现金流	13,069	43,552	12,790	61,029	78,718
投资现金流	-77,458	-84,388	-111,070	-110,843	-110,611
融资现金流	67,365	96,365	9,958	9,775	9,591
现金流净增加额	2,977	55,528	-88,322	-40,039	-22,301
财务指标					
成长性					
收入增长率	10.1%	7.6%	13.0%	12.0%	11.0%
EBIT 增长率	12.3%	5.6%	18.3%	13.0%	12.9%
净利润增长率	9.6%	13.2%	14.8%	13.7%	13.0%
利润率					
毛利率	10.0%	9.8%	9.9%	10.0%	10.1%
EBIT 率	4.5%	4.4%	4.6%	4.7%	4.7%
净利润率	2.6%	2.7%	2.8%	2.8%	2.9%
收益率					
净资产收益率(ROE)	10.0%	10.4%	10.6%	10.8%	10.9%
总资产收益率(ROA)	2.0%	1.9%	2.2%	2.3%	2.5%
投入资本回报率(ROIC)	6.0%	5.1%	5.7%	6.0%	6.3%
运营能力					
存货周转天数	74.0	71.3	64.0	58.0	53.0
应收账款周转天数	38.7	38.2	34.0	31.0	28.0
总资产周转率	430.8	465.0	453.0	423.1	405.3
净利润现金含量	0.5	1.4	0.4	1.5	1.7
资本支出/收入	5.0%	5.2%	7.2%	6.5%	5.8%
偿债能力					
资产负债率	73.7%	73.8%	72.1%	71.2%	70.2%
净负债率	280.0%	281.3%	258.7%	246.7%	235.1%
估值比率					
PE	7.05	6.23	5.43	4.77	4.22
PB	0.70	0.65	0.58	0.52	0.46
EV/EBITDA	5.26	5.56	6.45	6.54	6.34
P/S	0.18	0.17	0.15	0.13	0.12
股息率	2.5%	2.5%	2.7%	2.8%	2.9%



估值重塑之成长确定性和持续性增强。(1)过去十年净利复合增15.6%(最低增2%最高增38%),股权激励要求2022-24年扣非净利CAGR \geq 12%,2022归母净利增13%,在手订单4.3倍于收入。(2)2022年新签增11%,境外新签增21%仅占6%,2023年疫后外交支出增加一带一路大年海外订单将继续高增。(3)第二曲线业务新签3019亿增81%,占基建11%,水利水电新签986亿增223%,生态环保新签752亿,清洁能源新签400亿。

估值重塑之矿产资源重估。(1)公司拥有黑龙江鹿鸣钼、刚果金绿纱铜钴、MKM铜钴、华刚SICOMINE铜钴以及蒙古乌兰铅锌矿。2022年铜产量30万吨增25%,钴产量0.5万吨增60%,钼产量1.5万吨持平,铅金属产量0.95万吨减少13%,锌金属产量2.36万吨增长10%,银金属产量44.7吨增长16%。(2)2022年中铁资源净利51亿增70%,WIND2023PE紫金矿业13.8洛阳钼业12.3倍,公司矿产资源市值或可比约660亿(总市值1948亿)。

表 1: 中国中铁 2020-2022Q4 新签订单一览

时间	新签合计			境内新签			境外新签		
	新签合同	累计增速	单季增速	新签合同	累计增速	单季增速	新签合同	累计增速	单季增速
22Q4	30323	11.1%	-16.9%	28486	10.5%	-18.1%	1838	21.1%	2.1%
22Q3	19831	35.2%	78.2%	18719	35.1%	87.8%	1112	37.9%	-19.1%
22Q2	12119	17.2%	-13.9%	11321	14.1%	-16.8%	798	90.7%	66.6%
22Q1	6057	84.0%	84.0%	5662	81.7%	81.7%	396	123.6%	123.6%
21Q4	27293	4.8%	0.9%	25776	4.4%	1.2%	1517	11.3%	-3.1%
21Q3	14664	8.3%	-10.6%	13857	7.3%	-15.4%	807	23.1%	113.5%
21Q2	10337	18.8%	32.2%	9918	20.1%	34.2%	419	23.1%	-6.8%
21Q1	3292	-2.5%	-2.5%	3115	-2.3%	-2.3%	177	-6.0%	-6.1%
20Q4	26057	20.4%	16.4%	24694	21.2%	17.1%	1363	6.8%	6.6%
20Q3	13542	24.3%	24.6%	12913	25.3%	27.3%	629	7.0%	-19.1%
20Q2	8703	24.1%	37.3%	8256	24.2%	41.2%	448	23.1%	-11.2%
20Q1	3376	7.8%	7.8%	3188	4.1%	4.1%	188	162.7%	162.8%

数据来源:公司公告,国泰君安证券研究

注:新签合同额为亿元

表 2: 中国中铁历史估值表

公司	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
净利润(亿)	11	69	75	67	74	94	104	123	125	161	172	237	252	276	313
增速	54%	518%	9%	-11%	10%	27%	11%	18%	2%	28%	7%	38%	6%	10%	13%
最新股本(亿)	248	248	248	248	248	248	248	248	248	248	248	248	248	248	248
EPS(元/股)	0.05	0.28	0.30	0.27	0.30	0.38	0.42	0.50	0.51	0.65	0.69	0.96	1.02	1.12	1.26
平均 PE	103.6	16.9	12.8	11.3	7.2	6.1	6.5	22.1	13.4	11.8	9.5	6.1	5.0	4.7	4.7
最高 PE	137.7	20.1	16.2	14.7	8.4	7.1	18.6	38.9	18.5	12.7	11.0	7.0	5.4	5.6	5.4
最低 PE	78.0	14.5	10.8	7.8	6.5	5.2	4.6	13.9	11.1	11.3	8.9	5.2	4.5	4.4	4.0
资产负债率	76%	79%	81%	83%	84%	85%	84%	80%	80%	80%	76%	77%	74%	74%	74%
ROE	2%	12%	12%	10%	10%	11%	11%	11%	10%	11%	11%	13%	12%	12%	12%

经营现金流/净利 70% 274% 13% -201% -57% 85% 188% 249% 436% 206% 70% 94% 123% 47% 139%

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

表 3: 中国中铁矿产资源项目情况表(截至 2022 年 12 月末)

项目名称	品种	品味	保有资源/ 储量(万吨)	权益比(%)	计划总投资 (亿元)	已完成总投 资(亿元)	报告期产品 产量(万吨)	项目进展
黑龙江伊春 鹿鸣钼矿	钼 铜	0.09% /	64.18 /	83%	60.17	60.26	1.50 0.10	正常生产
华刚公司 SICOMINES 铜钴矿	铜 钴	3.13% 0.25%	722.07 57.21	41.72%	45.86	30.92	25.26 0.32	正常生产
绿纱公司铜 钴矿	铜 钴	2.24% 0.06%	47.00 1.35	72%	21.38	21.60	3.17 0.11	正常生产
MKM 公司铜 钴矿	铜 钴	2.08% 0.21%	3.10 0.32	80.2%	11.95	12.35	1.76 0.09	正常生产
新鑫公司乌 兰铅锌矿	铅 锌 银	1.15% 2.81% 54.62g/t	17.94 44.03 0.09	100%	15.4	15.4	0.95 2.36 0.005	正常生产
新鑫公司木 哈尔铅锌矿	铅 锌 银	0.63% 2.37% 118.17g/t	4.11 15.47 0.08	100%				未开发
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 锌 银	7.00% 5.09% 200.51g/t	8.97 6.52 0.03	100%	3.3			停产

数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确地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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	股票投资评级	增持 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
		谨慎增持 相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
		中性 相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
行业投资评级		减持 相对沪深 300 指数下跌 5%以上
		增持 明显强于沪深 300 指数
		中性 基本与沪深 300 指数持平
	减持 明显弱于沪深 300 指数	

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 栋 27 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		