



中信证券研究部



杨畅
建筑分析师
S1010520050002



罗鼎
首席建筑分析师
S1010516030001

核心观点

1H21 营收同比+19.7%，归母净利润同比+12.0%，业绩稳中向好，2Q21 营收稳定。毛利率略降，费用控制良好，负债率继续下降。2Q21 订单高增，结构上基建中的房建、市政领域表现强劲，在手订单充裕。2H21 逆周期政策或力度逐渐增强，支撑公司下半年业绩稳健增长。综合考虑公司在手订单仍充沛，公司在基建领域中的市政、房建订单较好增长等因素，我们维持 2021-2023 年净利润预测 278.6/305.9/334.7 亿元，对应 2021-2023 年 EPS 预测为 1.06/1.17/1.29 元，现价对应 P/E 为 5.3/4.8/4.3 元，维持目标价 7.40 元（对应 2021 年 7 倍 PE）及“买入”评级。

1H21 营收同比+19.7%，归母净利润同比+12.0%，基建端高增带动总体营收稳增。公司 1H21 营收 4,966.1 亿元（同比+19.7%），毛利 440.4 亿元（同比+15.8%），归母净利润 131.0 亿元（同比+12.0%），利润增速小幅低于收入增速主要为施工成本抬升及资产减值损失计提同比增多所致。分业务看，基建/设计/制造/地产营收为 4,430/74/119/139 亿元，同比+19.8%/-0.2%/+15.5%/+9.2%；毛利分别为 324.8/19.8/23.5/41.0 亿元，同比+18.7%/-4.9%/+25.7%/-0.3%。分季度看，2Q21 收入/净利润同比+0.7%/-18.5%，在 2Q20 高基数基础上稳健经营。

毛利率略降，费用控制良好，负债率继续下降，现金流同比稳定。1H21 主营业务毛利率同比-0.3pct 至 8.9%。其中基建/设计/制造/地产毛利率为 7.3%/26.8%/19.7%/29.6%，同比变化-0.1/-1.3/+1.6/-2.8pcts。基建业务毛利率下滑系受到原材料涨价影响，地产业务毛利率降低原因主要为受政府调控政策影响。1H21 期间费用率 4.7%（同比-0.1pct），其中销售/管理/研发/财务费用率为 0.5%/2.3%/1.5%/0.4%，除管理费用率降低 0.1pct 以外，其他基本保持不变，费用控制保持优秀。经营现金净流出 589 亿元（去年同期净流出 508 亿元）；投资现金净流出 261 亿元（去年同期净流出 212 亿元），主要为基础设施投资项目增加所致；筹资现金流净流入 644 亿元（去年同期 526 亿元），主因为外部借款规模与少数股东投资增加所致。1H21 资产负债率同比-2.4pct 至 74.3%，负债率同比继续下降。

2Q21 订单高增，房建、市政基建订单增长较快，在手订单充裕。1H21 公司新签订单 10,337 亿元（同比+18.8%），其中国内订单 9,918 亿元（同比+20.1%），海外订单 419 亿元（同比-6.5%），海外订单仍受疫情扰动。单季度看，2Q21 新签订单 7044.4 亿元，同比+32.2%，其中市政及房地产开发订单提升明显。分业务看，1H21 基建新签 9,101 亿元（同比+20.0%），剔除 PPP 等投资订单后基建新签 7,687 亿元（同比+10.8%）；PPP 等投资订单 1,414 亿元（同比+117.6%）。基建板块中，1H21 公路新签同比-1.9%至 1,136 亿元；铁路新签同比-2.9%至 1,197 亿元；市政新签同比+21.8%至 2,104 亿元；房建新签同比+55.2%至 3,399 亿元；城轨新签同比+7.7%至 865 亿元。房地产开发新签合同销售额 312.7 亿元，同比+77%；实现销售面积 206.6 万平方米，同比+81.1%。1H21 未完成合同额为 41,660 亿元，在手订单为 2020 年营收的 4.3 倍，在手订单充裕。

2H21 逆周期政策或进一步增强助推公司业绩，矿产开发业务值得关注。1H21 我国新增专项债发行约 1.01 万亿元，约为全年发行目标的 30%，进度大幅度慢于去年同期，8 月份专项债发行已经连续提速，8 月 27 日财政部亦表示将加快下半年地方政府债券发行速度，我们认为 9 月和 10 月将迎来专项债发行的高峰，并有望在短期内逐渐转化为实际产出，支撑基建增速，公司亦将逐渐受益。此外，公司参股控股矿山 8 座，其中 5 座在产，2 座尚未开发，生产铜、钴、

中国中铁	601390
评级	买入 (维持)
当前价	5.61 元
目标价	7.40 元
总股本	24,571 百万股
流通股本	20,364 百万股
总市值	1,378 亿元
近三月日均成交额	381 百万元
52 周最高/最低价	6.03/5.0 元
近 1 月绝对涨幅	6.45%
近 6 月绝对涨幅	1.75%
近 12 月绝对涨幅	5.83%

钼、铅、锌、银等矿产，目前公司参股刚果 SICOMINES 特大铜钴矿二期在建。资源开发板块整体储量和结构优质，值得关注。

- **风险因素：**财政结构性发力不及预期；铁路、城轨等基建投资增速不及预期；疫情反复扰动影响等。
- **投资建议：**综合考虑公司在手订单仍充沛、逆周期调节力度或逐渐增强，公司在基建中的市政、房建领域订单表现强劲等因素，我们维持 2021-2023 年净利润预测 278.6/305.9/334.7 亿元，对应 2021-2023 年 EPS 预测为 1.06/1.17/1.29 元，现价对应 P/E 为 5.3/4.8/4.3 元，维持目标价 7.40 元（对应 2021 年 7 倍 PE）及“买入”评级。

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	850,884	974,749	1,068,808	1,162,934	1,253,948
营业收入增长率 YoY	14.9%	14.6%	9.6%	8.8%	7.8%
净利润(百万元)	23,678	25,188	27,858	30,585	33,467
净利润增长率 YoY	37.7%	6.4%	10.6%	9.8%	9.4%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.95	0.96	1.06	1.17	1.29
毛利率	10.0%	10.3%	10.2%	10.2%	10.2%
净资产收益率 ROE	10.7%	9.9%	10.0%	10.0%	10.1%
每股净资产 (元)	9.0	10.4	11.3	12.4	13.5
PE	5.9	5.8	5.3	4.8	4.3
PB	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4
PS	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
EV/EBITDA	8.2	7.8	7.7	7.0	6.4

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2021 年 8 月 30 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	850,884	974,749	1,068,808	1,162,934	1,253,948
营业成本	765,576	874,773	959,659	1,043,965	1,126,469
毛利率	10.0%	10.3%	10.2%	10.2%	10.2%
税金及附加	5,375	5,724	6,747	7,342	7,916
销售费用	4,606	5,020	5,782	6,291	6,784
销售费用率	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
管理费用	22,134	22,587	27,787	30,234	32,600
管理费用率	2.6%	2.3%	2.6%	2.6%	2.6%
财务费用	5,868	5,092	4,135	4,026	3,656
财务费用率	0.7%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%
研发费用	16511	21838	23945	26054	28093
研发费用率	1.9%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
投资收益	5,709	798	958	1,150	1,380
EBITDA	46,066	48,270	49,375	54,274	59,186
营业利润	31,882	33,578	37,086	40,694	44,507
营业利润率	3.75%	3.44%	3.47%	3.50%	3.55%
营业外收入	674	799	839	856	873
营业外支出	1,224	994	1,004	1,014	1,024
利润总额	31,332	33,383	36,922	40,537	44,357
所得税	5,954	6,134	6,784	7,448	8,150
所得税率	19.0%	18.4%	18.4%	18.4%	18.4%
少数股东损益	1,701	2,062	2,280	2,503	2,739
归属于母公司股东的净利润	23,678	25,188	27,858	30,585	33,467
净利率	2.8%	2.6%	2.6%	2.6%	2.7%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	158,158	174,768	194,783	212,162	227,372
存货	199,739	192,662	209,638	225,679	240,951
应收账款	103,712	107,877	120,209	130,795	141,031
其他流动资产	247,921	266,480	289,007	311,584	333,877
流动资产	709,530	741,787	813,637	880,220	943,232
固定资产	60,559	65,458	68,293	70,236	71,244
长期股权投资	60,027	78,497	78,497	78,497	78,497
无形资产	39,894	77,620	77,462	77,188	76,786
其他长期资产	186,176	236,760	259,725	279,215	297,634
非流动资产	346,655	458,335	483,977	505,136	524,162
资产总计	1,056,186	1,200,122	1,297,614	1,385,356	1,467,395
短期借款	74,254	52,702	87,219	84,276	110,674
应付账款	287,539	307,212	337,023	366,631	395,605
其他流动负债	314,240	345,231	366,907	398,736	397,238
流动负债	676,034	705,144	791,149	849,643	903,517
长期借款	75,048	119,970	119,970	119,970	119,970
其他长期负债	59,628	61,813	47,585	48,636	45,964
非流动性负债	134,677	181,784	167,556	168,606	165,935
负债合计	810,711	886,928	958,705	1,018,250	1,069,452
股本	24,571	24,571	24,571	24,571	24,571
资本公积	55,456	55,425	55,425	55,425	55,425
归属于母公司所有者权益合计	221,458	255,345	278,780	304,473	332,570
少数股东权益	24,017	57,849	60,130	62,633	65,372
股东权益合计	245,475	313,194	338,909	367,106	397,943
负债股东权益总计	1,056,186	1,200,122	1,297,614	1,385,356	1,467,395

现金流量表 (百万元)

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税后利润	25,378	27,249	30,138	33,089	36,207
折旧和摊销	10,257	9,795	10,598	12,214	13,914
营运资金的变化	-30,923	3,717	-4,637	7,256	-25,596
其他经营现金流	17,485	-9,768	6,353	6,942	6,221
经营现金流合计	22,198	30,994	42,452	59,500	30,746
资本支出	-20,248	-43,291	-13,788	-14,198	-14,735
投资收益	5,709	798	958	1,150	1,380
其他投资现金流	-25,642	-20,650	-21,610	-18,554	-17,190
投资现金流合计	-40,181	-63,143	-34,441	-31,602	-30,545
权益变化	3,616	30,965	0	0	0
负债变化	49,117	5,630	20,562	-1,602	24,036
股利支出	-2,924	-4,152	-4,423	-4,892	-5,371
其他融资现金流	-11,593	7,760	-4,135	-4,026	-3,656
融资现金流合计	38,217	40,203	12,003	-10,520	15,010
现金及现金等价物净增加额	20,234	8,054	20,015	17,379	15,211

主要财务指标

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
增长率 (%)					
营业收入	14.9%	14.6%	9.6%	8.8%	7.8%
营业利润	40.5%	5.3%	10.4%	9.7%	9.4%
净利润	37.7%	6.4%	10.6%	9.8%	9.4%
利润率 (%)					
毛利率	10.0%	10.3%	10.2%	10.2%	10.2%
EBITDA Margin	5.4%	5.0%	4.6%	4.7%	4.7%
净利率	2.8%	2.6%	2.6%	2.6%	2.7%
回报率 (%)					
净资产收益率	10.7%	9.9%	10.0%	10.0%	10.1%
总资产收益率	2.2%	2.1%	2.1%	2.2%	2.3%
其他 (%)					
资产负债率	76.8%	73.9%	73.9%	73.5%	72.9%
所得税率	19.0%	18.4%	18.4%	18.4%	18.4%
股利支付率	17.5%	17.6%	17.6%	17.6%	17.6%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯塔克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ00001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH00001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券和投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。