

中国中铁（601390.SH）

公司报告 | 首次评级报告

2026年6月30日

基本信息

所属行业	工业
当前股价	4.25
总市值	1042.58亿
PE-TTM	4.91
PB-MRQ	0.32

估值结果

价值	1551亿
DDM估值 上行空间	49%
状态	偏低估
价值	1494亿
动态估值 上行空间	43%
状态	偏低估

四维评级

成长空间	☆☆☆☆☆
盈利趋势	☆☆☆☆☆
产业格局	☆☆☆☆☆
护城河	☆☆☆☆☆

核心评级结论

中国中铁作为国内综合建设头部企业之一，深耕铁路、公路等交通运输市场，并成功转型形成市政、设备制造等优势板块。

中国中铁成长能力星级偏低，国内基建业务受宏观投资影响增速放缓，海外市场打开公司新的成长点；盈利趋势星级中等，得益于业务结构持续优化，叠加国企改革背景下的降本增效，净利率呈修复态势；产业格局星级较高，铁路基建领域呈现双寡头垄断，壁垒极高；护城河星级相对较高，拥有全球领先的盾构机技术与铁路电气化技术，叠加央企的融资优势与特级资质，构筑起宽且深的护城河壁垒。

国内建筑业呈现高位降速、结构调整、理性发展、分化加剧的特征，国内业务有望企稳；海外业务将成为新的发力点，支撑公司业绩快速成长。基于以上假设，结合动态估值及DDM模型测算，中国中铁目前属于偏低估的位置。

我们区别于市场的观点

市场主流观点将中国中铁定位为传统基建建筑企业，认为受国内基建投资放缓影响缺乏成长性，且资产质量偏弱、减值风险较高。

我们认为公司矿产业务价值存在显著低估，并且作为央企头部建筑企业海外业务仍有较大拓展空间。此外，公司近年来减值计提审慎，强化现金流与回款管理，财务压力有所缓解。

风险提示

若基建投资增速不如预期，则会带来公司经营风险；倘若国企改革进度缓慢，治理能效或提升放缓。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	4
3.2 人力资源密集度	4
3.3 整体供应链集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	5
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	6
5.1 成长空间	6
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	7
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	9
6.3 DDM估值	9
6.4 估值确定性	10

图表目录

图1：预测2026年收入占比	4
图2：预测2026年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	5
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	9
表3：公司分业务业绩预测	9
表4：公司整体及分业务动态估值	9
表5：公司整体及分业务DDM估值	9

1. 基本信息

公司是中国铁路建设的主力军、国家公路网建设和城市轨道交通建设的排头兵、桥梁建造和隧道建设的国家队，先后参与建设的铁路占中国铁路总里程的三分之二以上，建成电气化铁路占中国电气化铁路的90%，参与建设的高速公路约占中国高速公路总里程的八分之一，建设了中国五分之三的城市轨道工程。

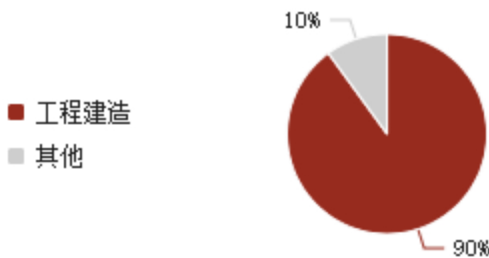
2. 业务介绍

对于中国中铁公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

工程建设：

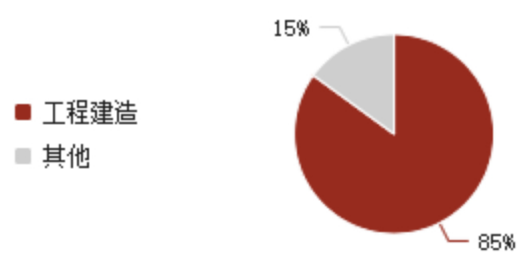
工程建设核心业务覆盖传统基建与新兴基建两大赛道，传统基建涵盖铁路、公路、城市轨交、市政房建等项目，新兴基建包括水利水电、生态环保、港口机场等领域。

图1：预测2026年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2026年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

工程承包业务具备“先履约、后收款”的行业特性，应收应付等流动资产占比较大；商业模式的本质是“核心技术内化、基础生产外化”，因此公司的人力资源密集度相对较低；上游供应链极度分散，下游与国央企客户绑定较深，整体供应链集中度较低。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

中国中铁的资产强度较低。2025年固定资产/无形资产占总资产比重分别约3%/11.5%，应收（含长期应收与合同资产）/应付（含长期应付）占总资产比重分别为约31%/38%。基建行业需承接重大项目垫资、推进设备更新及布局产业链延伸，核心在于现金流的精细化运作，由此对资产运营效率提出极高要求。

3.2 人力资源密集度

低 较低 中等 较高 高

中国中铁的人力资源密集较低。2025年单位收入所需支付的员工薪酬仅为0.08，且生产/销售/技术人员人数占比分别为9.3%/4.2%/65.6%，技术人员构成大头，原因在于基建公司主要覆盖设计、施工、制造、运营全环节，将价值量相对较低的生产施工环节部分外包，从而优化公司项目成本。

3.3 整体供应链集中度

低 较低 中等 较高 高

公司整体供应链集中度低。公司依托央企身份，深度绑定政府与国企客户，集中度相对可控且需求稳定，下游前五大客户销售占比为20.83%；上游原材料包含钢材、水泥等大宗商品，以及相关设备零部件，采购分散度较高，前五名供应商采购占比为1.81%。

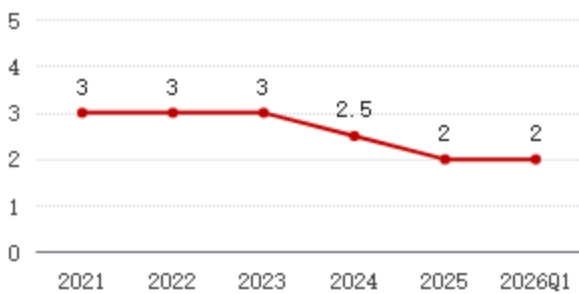
4. 历史经营绩效

公司历史盈利能力中等，行业竞争格局保持稳定；受宏观环境影响，优质基建项目落地规模明显下滑，企业成长能力出现较大幅度回落；作为全球综合建设领域头部企业，公司已构建起完善的上下游产业链体系，业务控制力表现优秀；股东回报评级处于中等区间，现金分红政策保持持续稳定。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



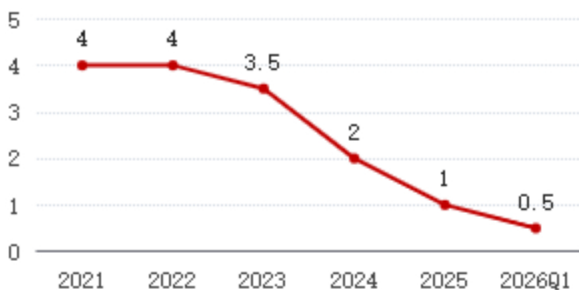
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史盈利能力星级中等。公司为中国铁路建设的主力军和城市轨道交通建设的排头兵，所处行业参与者有限、竞争格局稳定。而现阶段国内优质项目有限且项目数量有所下降，公司整体盈利能力处于底部。后续随着公司业务结构升级，盈利水平有望得到保障。

4.2 历史成长能力

☆☆☆☆☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



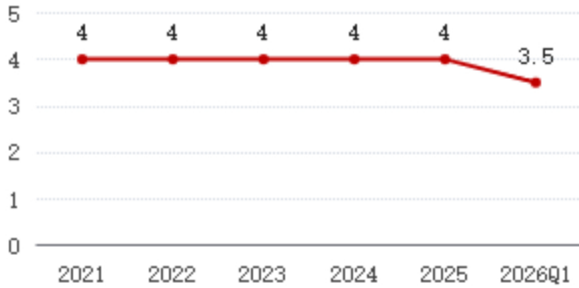
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史成长能力星级大幅下滑。基础设施建设是公司的核心板块，涉及铁路、公路、市政、房建、城市轨道交通等工程领域。近年来国家在基建领域的资金拨款力度下滑，导致公司的成长能力出现大幅下滑。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



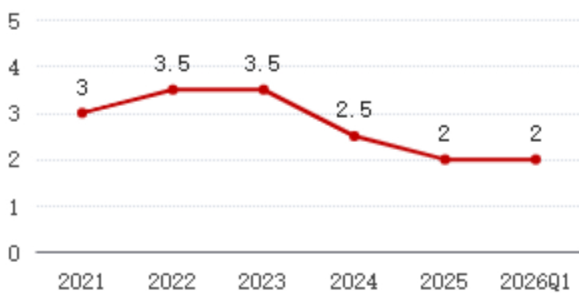
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史业务控制力星级较高。中国中铁是全球最大的综合型建设集团之一，通过全产业链布局、多元化协同、内部严控风险等方式，已构建起强大的业务控制力。上下游应收应付的控制力较强，收款能力相对较好且可控。

4.4 股东回报评级

★★☆☆☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司股东回报评级星级中等。由于公司所处于行业景气度偏弱，现金流不佳，近五年公司的股利支付率稳定在20%上下，随着公司经营稳定，现金流充裕，分红比例有望提升。

5. 四维评级

中国中铁成长能力星级偏低，国内基建业务受宏观投资影响增速放缓，海外市场打开公司新的成长点；盈利趋势星级中等，得益于业务结构持续优化，叠加国企改革背景下的降本增效，净利率呈修复态势；产业格局星级较高，铁路基建领域呈现双寡头垄断，壁垒极高；护城河星级相对较高，拥有全球领先的盾构机技术与铁路电气化技术，叠加央企的融资优势与特级资质，构筑起宽且深的护城河壁垒。

5.1 成长空间

★★☆☆☆

中国中铁总体成长能力星级偏低。公司所处传统基建行业整体增速低迷，受益于一带一路发展，公司通过海外业务布局，打开了新的增长极。

工程建设(1.5星):

国内传统铁路与公路投资进入平稳期，但结构性机会依然存在。公司积极布局水利水电、清洁能源、生态环保等新兴业务，以及川藏铁路、新藏铁路等国家战略工程为公司提供了中长期的订单保障，预计未来铁路投资规模在边疆及中西部地区仍将维持一定量级。境外业务受益于一带一路高质量建设，公司海外业务增速显著高于国内。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

中国中铁整体盈利趋势星级中等。虽然建筑行业普遍面临激烈的价格竞争和应收账款压力，但公司通过业务结构调整和精细化管理，盈利质量有望逐步改善。

工程建设(2.5星):

传统铁路业务毛利率较低，公司主动降低低毛利订单占比，提升毛利率较高的公路、市政及新兴业务占比。同时公司加强项目成本管控，随着高毛利、高质量的项目占比提升，整体工程板块毛利率有望企稳。

5.3 产业格局

★★★★☆

中国中铁的产业格局星级高。基建行业虽然参与者众多，但在铁路、城轨等高难度、高技术领域，市场高度集中。公司作为头部央企，所处行业格局相对稳定。

工程建设(3.5星):

在铁路基建领域，中国中铁与中国铁建形成了双寡头垄断格局，占据了绝大部分市场份额。特别是在高难度隧道、桥梁及电气化工程中，公司凭借特级资质和全产业链优势，地位难以撼动，产业格局相对稳定。

5.4 护城河

★★★★☆

中国中铁的护城河深厚，且优势项的持续性较强。公司集勘察设计、施工安装、工业制造、房地产、金融投资于一体，具备全产业链“一揽子”服务能力，这种纵向一体化优势是其核心护城河。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
工程建造	(2星)根据壹评级测算，调整后的roic为4.9%左右。中国中铁作为铁建央企龙头，在深水桥梁、长大隧道、铁路电气化等领域掌握核心技术。公司业务控制力为3.5星，产业链整体议价能力相对较强。	(4星)公司的护城河归因为资源优势、规模经济、技术优势、管理运营四大因子。1) 资源优势：公司手握铁路、公路、市政等多项特级资质，与国铁集团及各地方政府建立深度合作绑定关系，订单获取的连续性与稳定性得到极强保障，客户与资质壁垒显著，具备长期韧性，衰退风险低；2) 规模经济：依托庞大经营体量，公司在钢材、水泥等大宗物资采购环节拥有极强议价权，同时高周转的设备利用效率持续摊薄边际成本，具备护城河的超额与持续性；3) 技术优势：公司在高铁建造、复杂地质隧道施工等核心领域积淀深厚的技术实力，叠加持续的高强度研发投入与优质技术人才梯队建设，保障核心技术的持续迭代与行业领先地位，技术壁垒的可持续性极强；4) 管理运营：作为央企，公司在人员管理、资金运作等环节仍存在一定优化空间，后续有望依托国央企改革的深化推进，逐步实现管理运营效率的改善。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

国内建筑业呈现高位降速、结构调整、理性发展、分化加剧的特征，国内业务有望企稳；海外业务将成为新的发力点，支撑公司业绩快速成长。基于以上假设，结合动态估值及DDM模型测算，中国中铁目前属于偏低估的位置。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务主要包括：工程建造业务与其他。我们分业务进行盈利预测并估值，各业务的预测核心假设及逻辑如下：

1、工程建造：

1) 收入：国内端政策托底，降幅有望收窄企稳；海外承接项目多元化发展，我们预计2026~2028年收入同比增速为-2%/1%/1.5%，后续维持在1%的增速；

2) 毛利率：随着项目结构转型升级，海外项目占比的提升，我们预计2026~2028年毛利率维持在10.1%/9.9%/9.8%，终局毛利率稳定在9.8%。

2、其他板块以房地产开发业务为主：

1) 收入：现阶段地产仍处于下跌的通道，预计将于2027年探底回升，我们预计2026~2028年收入分别同比增长-6%/-1%/2%，后续逐步维持低增速。

2) 毛利率：地产开发的毛利率已经降到低点，我们预计2026~2026年毛利率维持在11%/11%/10%，终局毛利率稳定在11%。

表2：公司整体业绩预测

中国中铁	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	12634.7	11603.1	10934.9	10697.1	10796.2	10953.7	11168.3	11335.9
归母净利润(亿)	335.4	278.0	228.8	222.0	235.1	226.9	250.1	243.2
归母净利润增速(%)	7.2	-17.1	-17.7	-3.0	5.9	-3.5	10.2	-2.8
经营性净利润(亿)	328.3	276.0	221.1	190.8	189.9	196.3	206.8	214.6
经营性净利润增速(%)	8.1	-15.9	-19.9	-13.7	-0.4	3.4	5.3	3.8
经营性归母净利润(亿)	292.0	250.2	192.1	169.8	169.0	174.7	184.1	191.0
经营性归母净利润增速(%)	7.5	-14.3	-23.2	-11.6	-0.4	3.4	5.3	3.8

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

工程建造	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	12634.7	11603.1	10934.9	10697.1	10796.2	10953.7	11168.3	11335.9
收入增速(%)	9.5	-8.2	-5.8	-2.2	0.9	1.5	2.0	1.5
经营性净利润(亿)	328.3	276.0	221.1	190.8	189.9	196.3	206.8	214.6
经营性净利率(%)	2.6	2.4	2.0	1.8	1.8	1.8	1.9	1.9
经营性净利润增速(%)	8.1	-15.9	-19.9	-13.7	-0.4	3.4	5.3	3.8

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测(亿)
工程建造	1.1%	中低	较好	较强	8.5%	10.31	213.9
业务	显性期价值	显性期后价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
工程建造(亿)	-53.5	1591.4	1537.9	-	45.2	1.0	1493.7
公司整体测算(亿)	-53.5	1591.4	1537.9	-	45.2	1.0	1493.7

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期价值	永续期价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
工程建造(亿)	781.9	813.1	1595.0	-	45.2	1.0	1550.8
公司整体测算(亿)	781.9	813.1	1595.0	-	45.2	1.0	1550.8

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司所处的工程建设行业已步入成熟期，行业处于低波动运营阶段，公司未来业绩增速具备较强稳定性与可预测性；但国央企与资本市场沟通频次、信息披露力度相对有限，公司整体估值的确定性星级处于中等水平。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	X < -50%	-50% ≤ X < -30%	-33% ≤ X < -20%	-20% ≤ X < 25%	25% ≤ X < 50%	50% ≤ X < 100%	X ≥ 100%
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任作有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。