

中国铁建（601186.SH）

公司报告 | 首次评级报告

2026年9月1日

基本信息

所属行业	工业
当前股价	6.07
总市值	824.28 亿
PE-TTM	5.04
PB-MRQ	0.30

估值结果

价值	1123 亿
DDM 估值 上行空间	36%
状态	偏低估
价值	1098 亿
动态估值 上行空间	33%
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

中国铁建是国务院国资委监管的特大型建筑央企，全球综合建设领域头部企业。

中国铁建成长能力星级偏低，国内基建投资增速放缓导致传统业务承压，未来海外订单及新兴业务成为核心增量驱动；盈利趋势星级中等，受基建地产业务下行影响，短期利润端承压，公司正通过“提质增效”及高毛利的新兴业务优化利润结构；产业格局星级较高，国内铁路及大型公建领域呈现寡头垄断，特级资质与资金壁垒较高；护城河星级较深，依托央企信用、全产业链技术积累及高客户粘性，构建深厚的护城河，且优势项的持续性较好。

国内建筑业步入“总量高位降速、格局加速分化”的关键发展阶段，行业短期虽面临承压态势，但中长期结构性机遇明确；公司作为建筑央企龙头，依托资源与资质壁垒，未来将稳步迈向高质量发展新阶段。基于以上假设，结合动态估值及DDM模型测算，铁建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。公司因基建下行、业绩订单双降与应收账款减值隐忧而极度悲观，且资产质量偏弱、减值风险较高。

我们认为，现阶段公司收入与利润已经接近底部。并且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，则将带来公司经营风险；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	5
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	6
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	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	8
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	6
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

中国铁建是国务院国资委管理的特大型综合建设集团，前身为1948年组建的中国人民解放军铁道兵，1984年集体改工并入铁道部；2007年11月由中国铁道建筑总公司独家发起设立股份公司，2008年3月分别在上海和香港上市。公司为全球知名的建筑工程承包商、基础设施运营商、高端装备制造商、战新产业发展商。

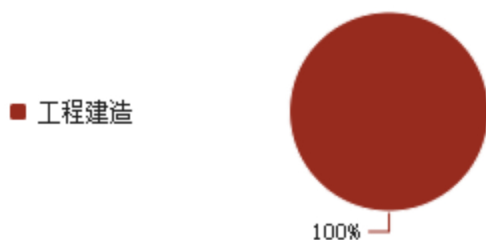
2. 业务介绍

对于中国铁建公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

工程建设：

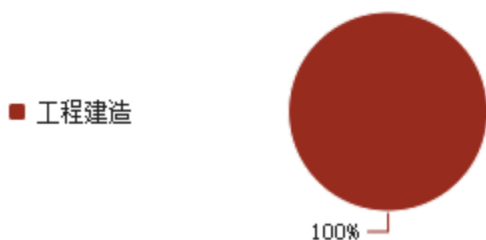
公司的业务主要包括：工程建设业务、房地产开发，由于房地产开发业务占比较小，我们不单独罗列。工程建设业务覆盖传统基建与新兴基建两大赛道，传统基建涵盖铁路、公路、城市轨交、市政房建等项目，新兴基建包含水利水电、生态环保、港口机场等领域。业务的市场界定为中国市场。

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；公司人员结构的本质是“核心技术内化、基础生产外化”，因而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，且由于项目非标准化，难以形成集中化供应，整体供应链集中度较低。

3.1 资产强度

低

较低

中等

较高

高

中国铁建的资产强度低。2025年固定资产/无形资产占总资产比重分别约3.5%/8.2%，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35.1%/42.3%。企业将核心资源聚焦于项目获取、技术研发、整体施工管理等高附加值环节；而将劳务施工、部分设备使用等重资产、低附加值的基础生产环节，通过分包、租赁、合作等方式外包给上下游企业。

3.2 人力资源密集度

低

较低

中等

较高

高

铁建所处人力资源密集低的行业。2025 年公司单位收入所需要支付的员工薪酬仅为 0.075，且生产/销售/技术人员人数占比分别为 31.2%/5.5%/36.5%，生产人员和技术人员构成大头，原因在于基建公司主要覆盖设计、施工、制造、运营全环节的履约能力，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。由于基建项目种类繁杂且标准化程度低，2025 年下游前五大客户销售占比为 4.45%；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，前五名供应商采购额，占年度采购总额 0.64%。

4. 历史经营绩效

近年来收入与盈利呈下滑的趋势，受基建投资节奏放缓、宏观政策周期等影响，2024 年为业绩阶段性拐点；业务控制力星级逐步下滑，来自于垫资带来的资金成本压力；分红比例维持稳定，反映公司对资本市场重视的态度。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



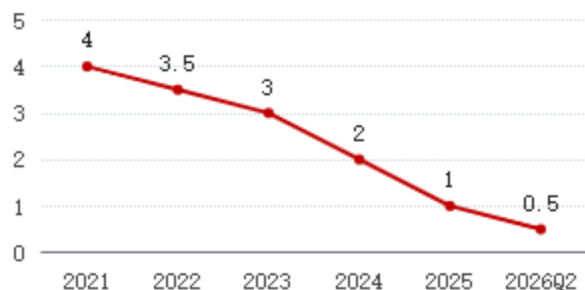
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史盈利能力星级相对稳定且偏低。基建施工属于低毛利行业，2025 年受项目结算节奏与成本压力影响，毛利率下滑、资产减值增加，导致盈利能力出现下降。未来公司核心驱动为重大项目履约与境外高毛利订单。

4.2 历史成长能力

☆☆☆☆☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



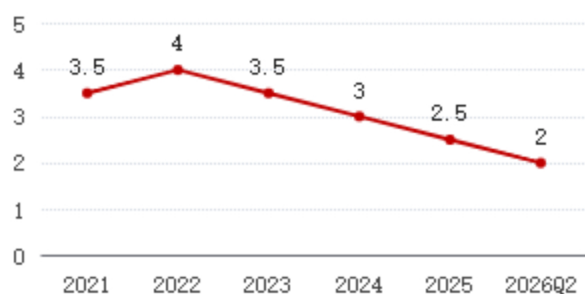
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史成长能力星级持续下滑。2021-2023 年收入持续增长并达峰值，但收入的边际增速放缓；2024 年起受基建投资节奏与行业竞争影响，收入同比下滑带动成长能力星级大幅下降。主要因境内基建需求放缓，境外业务将成为第二成长曲线。

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

历史业务控制力星级近年来逐步下降。压力来自垫资带来的资金成本上升、上游原材料价格波动、下游回款周期拉长。

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偏低。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

中国铁建成长能力星级偏低，国内基建投资增速放缓导致传统业务承压，未来海外订单及新兴业务成为核心增量驱动；盈利趋势星级中等，受基建地产业务下行影响，短期利润端承压，公司正通过“提质增效”及高毛利的新兴业务优化利润结构；产业格局星级较高，国内铁路及大型公建领域呈现寡头垄断，特级资质与资金壁垒较高；护城河星级较深，依托央企信用、全产业链技术积累及高客户粘性，构建深厚的护城河，且优势项的持续性较好。

5.1 成长空间

★★★★☆

中国铁建总体成长能力星级偏低。作为全球特大型综合建设集团，公司面临国内传统基建存量博弈的艰难期，海外业务及战略新兴产业打开新的成长天花板。

工程建设(1.5星)：

国内传统基建投资增速放缓，尤其是地方财政压力导致市政、房建类项目需求减弱，国内收入增速放缓；海外市场是公司新的增长引擎，非洲、中东等市场发展迅速，有望进一步打开公司海外的成长空间。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

中国铁建整体盈利趋势星级中等。短期内受基建和地产深度调整，毛利率承压，但长期看，随着低毛利订单出清及高毛利业务占比提升，盈利质量有望触底回升。

工程建设(2.5星)：

国内传统业务毛利率微薄且竞争激烈，公司调整订单结构，业务朝高质量发展。海外项目整体盈利能力优于国内，且竞争相对温和。公司严控压价竞标，确保海外项目的高收益率与现金流。

5.3 产业格局

★★★★☆

中国铁建的产业格局星级较高。基建行业虽然整体分散，但在铁路、城市轨道交通、大型桥隧等高端领域，呈现双寡头垄断格局。中国铁建与中国中铁在铁路建设市场份额合计占比极高，新进入者面临极高的资质、资金和技术壁垒。

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。尤其在特级资质方面，公司拥有铁路、公路、市政、房建等资质，叠加央企的融资优势，公司在承接千亿级超大型项目优势巨大。

5.4 护城河

★★★★☆

中国铁建的护城河相对较深，且优势项的持续性相对较好。公司拥有不可复制的“全产业链牌照+央企背书+核心技术”的复合壁垒。工程承包需具备对应等级的施工、设计资质，同时需积累项目经验、政企合作资源、资金融通能力，新进入者难以快速突破。

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
工程建设	(2.5星) 根据壹评级测算，调整后的roic为5.3%左右。中国铁建作为铁建央企龙头，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。	(3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：与国铁集团及各省合作长达数十年，客户粘性极高，订单延续性强；2) 规模优势：公司年采购量巨大，集采成本较行业更低，成本优势相对稳固；3) 技术优势：公司掌握高原、高寒、高速铁路及深地空间建设的关键技术，拥有全球领先的盾构机制造能力，技术深厚壁垒较高；4) 管理运营：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提升与改善。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

国内建筑业步入“总量高位降速、格局加速分化”的关键发展阶段，行业短期虽面临承压态势，但中长期结构性机遇明确；公司作为建筑央企龙头，依托资源与资质壁垒，未来将稳步迈向高质量发展新阶段。基于以上假设，结合动态估值及DDM模型测算，铁建目前属于偏低估的位置。

6.1 核心假设及逻辑

公司业务为工程建设，其中涵盖工程建设业务与房地产开发。各业务的预测核心假设及逻辑如下：

1、工程建设：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-14%/-5%/-1%，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8.3%/8.3%/8.3%，终局毛利率稳定在8.3%。

2、房地产开发：1) 收入：现阶段地产仍处于下跌的通道，预计将于28年探底回升，我们预计2026~2028年收入分别同比增长-30%/-10%/-4%，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最低点，我们预计2026~2028年毛利率维持在9%/9%/9%，终局毛利率稳定在9%。

表2：公司整体业绩预测

中国铁建	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	11379.9	10671.7	10297.8	8786.1	8335.9	8250.2	8320.6	8477.9
归母净利润(亿)	261.1	222.5	183.4	136.6	132.6	128.8	130.5	133.8
归母净利润增速(%)	-1.9	-14.8	-17.6	-25.6	-2.9	-2.9	1.3	2.5
经营性净利润(亿)	349.5	286.9	216.3	141.1	136.4	131.9	133.9	137.7
经营性净利润增速(%)	1.9	-17.9	-24.6	-34.8	-3.3	-3.3	1.5	2.9
经营性归母净利润(亿)	282.1	235.4	183.1	118.8	114.8	111.0	112.7	116.0
经营性归母净利润增速(%)	-2.0	-16.6	-22.2	-35.1	-3.3	-3.3	1.5	2.9

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)	11379.9	10671.7	10297.8	8786.1	8335.9	8250.2	8320.6	8477.9
收入增速(%)	3.8	-6.2	-3.5	-14.7	-5.1	-1.0	0.9	1.9
经营性净利润(亿)	349.5	286.9	216.3	141.1	136.4	131.9	133.9	137.7
经营性净利率(%)	3.1	2.7	2.1	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
经营性净利润增速(%)	1.9	-17.9	-24.6	-34.8	-3.3	-3.3	1.5	2.9

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	1.0%	中低-	较好	较强	8.3%	9.66	151.1
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)	362.9	773.9	1136.8	-	39.6	1.0	1098.2
公司整体测算(亿)	362.9	773.9	1136.8	-	39.6	1.0	1098.2

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)	630.8	530.7	1161.5	-	39.6	1.0	1122.9
公司整体测算(亿)	630.8	530.7	1161.5	-	39.6	1.0	1122.9

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司所处的工程建造行业属于成熟期，行业处于低波动阶段；不过国央企与资本市场交流的频次以及信息的披露度相对较低，公司整体的估值确定性星级中等。

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	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
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何有悖原意的引用、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。