

# 中国交建 (601800)

## 交融天下, 共建新业

### 买入 (首次)

2023年04月22日

证券分析师 黄诗涛

执业证书: S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师 房大磊

执业证书: S0600522100001

fangdl@dwzq.com.cn

证券分析师 石峰源

执业证书: S0600521120001

shify@dwzq.com.cn

研究助理 杨晓曦

执业证书: S0600122080042

yangxx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	720,275	778,915	875,005	967,923
同比	5%	8%	12%	11%
归属母公司净利润 (百万元)	19,104	21,476	23,561	25,936
同比	6%	12%	10%	10%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.18	1.33	1.46	1.60
P/E (现价&最新股本摊薄)	10.29	9.15	8.34	7.58

关键词: #股权激励 #新需求、新政策

#### 投资要点

- **全球领先基础设施综合服务商, 业务涵盖基建建设、基建设计、疏浚业务等。**公司2006年由中交集团出资设立, 2006/2012年于联交所/上交所上市, 实控人为国资委, 集团前身中国路桥和中国港湾分别为国内路桥和水运主力军; 公司2022年新签合同额15423亿元, 同比+21.6%, 基建建设/基建设计/疏浚业务分别占比89%/7%/4%。
- **基建相关核心主业优势突出, 有望受益于行业高景气。**(1) 1-3月广义/狭义基建同比+10.8%/+8.8%, 建筑业PMI持续高于中枢, 预计基建将为今年经济增长的重要抓手; (2) 公司2022年港口/路桥/铁路建设/疏浚业务新签合同额同比分别+59.3%/+15.1%/+79.4%/+22.2%, 且相比行业基建投资增速表现更优; 基建建设与疏浚业务在手订单保障倍数分别为4.8/4.0倍, 为未来1-3年业绩提供稳定支撑。(3) 公司积极响应新型城镇化, 2022年城市建设新签合同额6790亿元, 城市综合开发占比18%; 子公司中交城投发挥母公司品牌资源、产业链关系等优势, 打造“中交城市”品牌, 促进品质+产业提升; (4) 公司发力海风建设, 二级公司中交三航局占据我国海风安装60%市场份额; 牵头成立子公司中交海峰风电, 打造海风产业综合服务商; (5) 公司基建设计业务2022年新签合同额549.0亿元, 同比+23.3%, 优质设计资产拟借壳祁连山重组上市, 加强设计业务统筹规划和引领, 提升公司价值。
- **高速公路资产储备丰富, 借力REITs加速实现盘活。**(1) 高速公路资产作为底层资产具备行业发展成熟、现金流稳定、资产权属清晰等优势, 236号文进一步优化了特许经营权类REITs项目发行条件; (2) 公司特许经营权资产在总资产中的占比达到14%, 发行REITs在短期内可改善财务指标, 长期有助于盘活存量资产, 并提供了新的融资渠道; 华夏中国交建REIT发行提供了优质范例, 公司在手共有24个已进入运营期的高速公路项目, 将为扩募提供支撑。
- **共建“一带一路”加速推进, 公司海外经营有望复苏。**(1) 公司通过属地化用人、属地化管理、兼并收购方式强化属地化经营, 2022年基建建设业务海外工程板块新签合同额2086亿元, 境外营收987亿元, 绝对规模和占比在建筑央企中位居前列; (2) 过往“一带一路”政策带动我国与沿线国家基建合作明显增加, 今年是“一带一路”十周年, 公司开年以来积极参与外事活动, 有望充分把握历史性机遇。
- **国企改革引领高质量发展, 股权激励彰显增长信心。**(1) 2022年公司实现营收7203亿元, 归母净利润191亿元, 公司近年来营收稳健增长, 利润水平修复, 营运能力向好, 资产负债率逐年优化, 现金流明显改善; 2023年国资委试行“一利五率”加强对ROE、营业现金比率的考核, 公司相关战略有望发力增效, 利好经营质量和效率提升; (2) 公司股权激励方案锚定ROE、净利润提升等指标, 体现公司增长信心。
- **盈利预测与投资评级:** 公司当前市净率处于历史区间25-30%分位, “一带一路”相关政策落地将提振海外业务成长预期, 且国企改革、“中特估”加速推进, 公司估值有望进一步提升; 公司4月21日市盈率略高于可比公司平均水平, 市净率低于可比公司平均水平, 我们预测公司2023-2025年归母净利润分别为215/236/259亿元, 4月21日收盘价对应PE分别为9.2/8.3/7.6倍, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 基建投资增速不及预期; “一带一路”提振海外业务不及预期; REITs推进节奏不及预期; 设计资产分拆上市进展不及预期; 国企改革推进不及预期。

#### 股价走势



#### 市场数据

收盘价(元)	12.16
一年最低/最高价	6.57/12.78
市净率(倍)	0.81
流通 A 股市值(百万元)	142,846.38
总市值(百万元)	196,575.05

#### 基础数据

每股净资产(元,LF)	15.09
资产负债率(% ,LF)	71.80
总股本(百万股)	16,165.71
流通 A 股(百万股)	11,747.24

#### 相关研究

《建筑央企: 新一轮国企改革有望推动基本面持续优化, 看好估值持续修复机会》

2023-03-22

## 内容目录

1. 公司概况：全球领先基础设施综合服务商 .....	5
2. 基建相关核心主业优势突出，有望受益于基建投资高景气 .....	7
2.1. 行业“稳增长”背景下基建实物工作量有望加速落地 .....	7
2.2. 路桥、港口与疏浚基建领先地位稳固，加强城市建设与新能源领域布局 .....	9
2.2.1. 传统主业规模稳定增长，在手订单充足 .....	9
2.2.2. 城市建设订单占比持续提升，擦亮“中交城市”品牌 .....	10
2.2.3. 海上风电：发力海风建设，寻找业务新增长点 .....	12
2.3. 拟分拆设计资产上市，实现专业化整合 .....	14
3. 高速公路资产储备丰富，借力 REITs 加速实现盘活 .....	18
3.1. 多部门积极探索推进基础设施 REITs，高速公路为优质底层资产 .....	18
3.2. 首单 REITs 助力资产盘活，优质路产资源具备扩募潜力 .....	20
4. 共建“一带一路”加速推进，公司海外经营有望复苏 .....	23
4.1. “一带一路”十周年再起航，国际工程将大有可为 .....	23
4.2. 公司通过属地化管理扎根海外市场，境外工程有望加速复苏 .....	24
5. 国企改革引领高质量发展，股权激励彰显增长信心 .....	28
5.1. 新一轮国企改革将推动公司经营质量与资本结构实现优化 .....	28
5.2. 股权激励锚定业绩目标，彰显公司长期发展信心 .....	31
6. 盈利预测与投资建议 .....	32
6.1. 公司估值仍有进一步提升空间 .....	32
6.2. 盈利预测与投资建议 .....	33
7. 风险提示 .....	35

## 图表目录

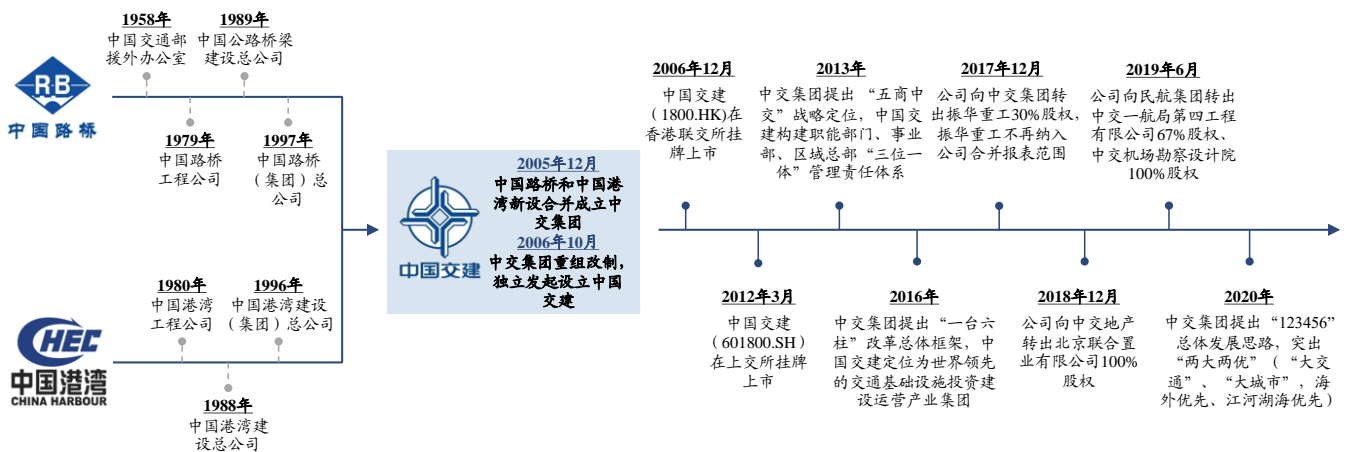
图 1: 中国交建 2006 年由中交集团出资设立, 前身中国路桥和中国港湾分别为国内路桥和水运主力军.....	5
图 2: 公司实控人为国资委, 下设子公司业务范围涵盖基建建设、基建设计、疏浚业务等(截至 2022 年 12 月 31 日).....	6
图 3: 公司新签合同额自 2019 年以来保持稳定增长.....	6
图 4: 公司新签合同额中各业务板块占比情况.....	6
图 5: 中交集团“123456”发展战略, 聚焦“三重”、突出“两大两优”.....	7
图 6: 出口/零售/房地产投资同比增速情况.....	8
图 7: 广义/狭义基建投资高基数下同比继续高增.....	8
图 8: 今年 1-2 月全国专项债发行与去年同期体量基本持平(亿元).....	8
图 9: 三大类基建投资累计同比增速情况.....	8
图 10: 建筑业 PMI: 商务活动指数.....	8
图 11: 建筑业 PMI: 业务预期指数.....	8
图 12: 公司传统业务项目经验丰富, 规模稳健增长.....	9
图 13: 公司港口建设合同额与水上运输业投资增速.....	10
图 14: 公司路桥建设合同额与道路运输业投资增速.....	10
图 15: 公司铁路建设合同额与铁路运输业投资增速.....	10
图 16: 公司疏浚业务合同额与水上运输业投资增速.....	10
图 17: 公司基建建设业务订单保障倍数.....	10
图 18: 公司疏浚业务订单保障倍数.....	10
图 19: 公司城市建设新签合同额及同比增速情况.....	11
图 20: 城市建设在基建建设中订单占比不断提升.....	11
图 21: 公司城市综合开发项目累计完成投资金额及回款(亿元).....	11
图 22: 中交城投旗下城市开发代表项目.....	12
图 23: 我国海上风电新增装机容量.....	13
图 24: 我国海上风电累计装机容量.....	13
图 25: 中交三航局海上风电代表项目.....	13
图 26: 公司基建设计业务新签合同额及同比增速.....	14
图 27: 基建设计业务各项目类型占比情况.....	14
图 28: 中国交建所属设计资产置换及上市重组方案.....	15
图 29: 中国交建所属设计资产置换前后股权结构一览.....	15
图 30: 3 家设计院/其他设计子公司总资产情况.....	17
图 31: 3 家设计院/其他设计子公司净利润情况.....	17
图 32: 3 家设计院/其他设计子公司 ROE 情况.....	17
图 33: 3 家设计院/其他设计子公司资产负债率情况.....	17
图 34: 已上市 REITs 中各类底层资产数量占比.....	19
图 35: 已上市 REITs 中各类底层资产募资额占比.....	19
图 36: 公司特许经营权资产占总资产比例在建筑央企中处于前列.....	20
图 37: 公司进入运营期特许经营权项目情况.....	20
图 38: 公司新签投资类项目情况.....	21
图 39: 公司投资类项目中 BOT 类项目占比逐年缩减.....	21
图 40: 华夏中国交建 REIT 基本架构.....	21

图 41:	公司进入运营期项目多数位于 958 号文附件中明确的 REITs 重点支持区位 .....	23
图 42:	“一带一路”推动沿线国家工程合作占比提升 .....	24
图 43:	“一带一路”推动沿线国家工程合作规模提升 .....	24
图 44:	公司境外营收占比多年达到 10% 以上, 在八大建筑央企中位居前列 .....	25
图 45:	公司海外工程分项目类型占比 .....	25
图 46:	公司海外工程分地区占比 .....	25
图 47:	中国交建“一体两翼”海外组织架构 .....	26
图 48:	公司基建建设业务境外合同额及 2016 年以来重要订单情况 .....	26
图 49:	公司 2018-2022 年营业收入及同比增速 .....	28
图 50:	公司 2018-2022 年归母净利润及同比增速 .....	28
图 51:	公司分业务毛利率情况 .....	29
图 52:	公司期间费用情况 .....	29
图 53:	公司应收账款周转率 .....	29
图 54:	公司资本开支与资产负债率 .....	29
图 55:	公司经营、投资、筹资产生的现金净流量 (亿元) .....	30
图 56:	公司营业现金比率、收现比、付现比情况 .....	30
图 57:	国企改革经营指标考核体系变迁 .....	30
图 58:	中国交建 PB-Band (截至 2023 年 4 月 21 日) .....	32
图 59:	中国交建 PE-Band (截至 2023 年 4 月 21 日) .....	32
图 60:	沪深 300、一带一路指数、SW 国际工程板块、八大央企 PE (TTM) (截至 2023 年 3 月 31 日) .....	33
表 1:	截至 2022 年 9 月中交城投在手城市综合开发项目情况 .....	12
表 2:	公规院、一公院、二公院主要财务数据 .....	16
表 3:	27 支已上市 REITs 中 7 支底层资产为高速公路资产 .....	18
表 4:	发改委主要文件对发行 REITs 试点范围、预期回报率、申报规模要求不断细化完善 .....	19
表 5:	华夏中国交建 REIT 关键要素说明 .....	22
表 6:	截至 2022 年底公司特许经营权在建项目 (不含参股) .....	22
表 7:	2023 年以来公司参与的重要外事活动 .....	27
表 8:	中国交建“一利五率”指标情况 .....	31
表 9:	公司股权激励方案 .....	31
表 10:	公司收入端与毛利端预测表 .....	33
表 11:	公司盈利预测简表 .....	34
表 12:	可比公司盈利预测与估值 (截至 2023 年 4 月 21 日) .....	34

## 1. 公司概况：全球领先基础设施综合服务商

中国交建 2006 年由中交集团出资设立，前身中国路桥和中国港湾分别为国内路桥和水运主力军。中国路桥为道路及桥梁设计及建设领域的龙头公司。中国路桥前身最早可追溯至 1958 年中国交通援外办公室的成立，彼时承担政府对外援助项目的建设，1979 年正式成立中国路桥工程公司，进入国际工程承包市场，1989 年合并一公院、二公院，1997 年合并一公局、二公局、郴州筑路机械厂和北京中交建筑安装工程公司。中国路桥承建了众多技术含量高、附加值大、极具影响力的“高、精、尖”公路、桥梁工程，根据中华建筑报，中国路桥与中国港湾合并前在国内外共修建各种等级公路 1.478 万余公里，其中高速公路 6573 公里；承建各类桥梁 4405 座，其中独立大中型桥梁 857 座，桥梁总长度 63.79 万延米；承建隧道 25 座，总长度 1.6335 万延米。中国港湾为中国航道建设、航道疏浚的主要力量。中国港湾前身为 1980 年成立的中国港湾工程公司，负责实施中国援建马耳他 30 万吨级干船坞项目，1988 年合并交通部下属十四家单位，1999 年进一步合并交通部下属的水运工程设计咨询公司、水运规划设计院，综合实力显著增强。合并前中国港湾设计并施工了我国沿海及长江几乎全部的大中型港口、航道，并承担了大量沿海吹填造地工程和船坞、船台等市政建设工程。2005 年，为解决同业竞争、重复建设等现象，响应国资委重组改革号召，两家公司强强联合重组为中交集团，实现优势互补和资源优化配置，重组后中国港湾和中国路桥主要负责集团境外工程的承接与运作。

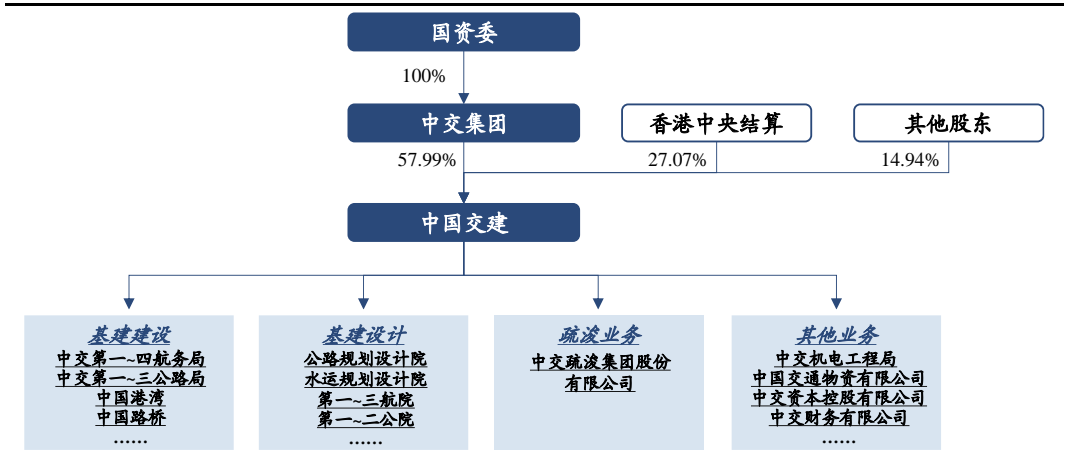
图1：中国交建 2006 年由中交集团出资设立，前身中国路桥和中国港湾分别为国内路桥和水运主力军



数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

公司实控人为国资委，下设多家参控股子公司，涉及基建建设、基建设计、疏浚工程多个业务领域。中国交建 2006 年 12 月在联交所挂牌上市，2012 年 3 月通过换股吸收合并控股路桥集团国际建设股份有限公司，实现在上交所上市，截至 2022 年底中交集团持有公司 57.99% 股权，实控人为国资委；公司下设 32 家主要全资、控股子公司，业务范围涵盖基建建设、基建设计、疏浚业务等，业务足迹遍及境内所有省、市、自治区，港澳特区以及全世界 139 个国家和地区。

图2: 公司实控人为国资委, 下设子公司业务范围涵盖基建建设、基建设计、疏浚业务等 (截至 2022 年 12 月 31 日)

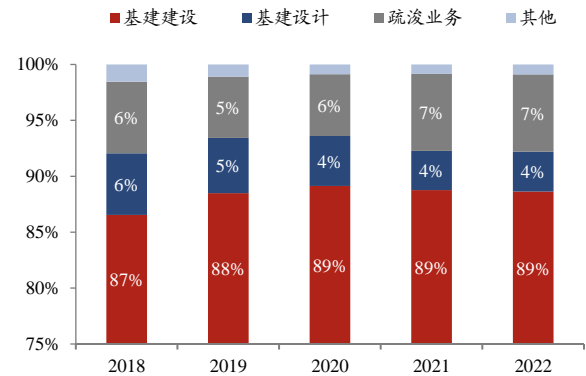
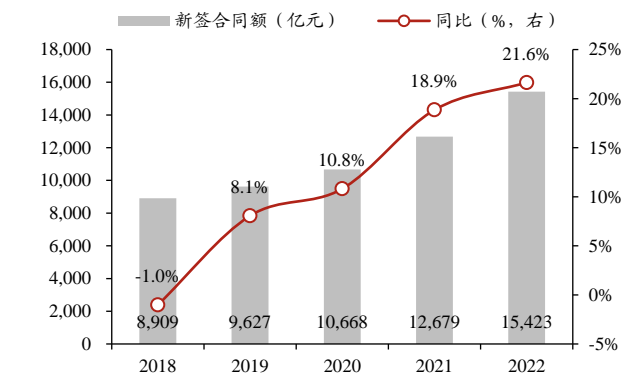


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

新签订单总量维持高增, 基建建设贡献近九成。公司 2022 年实现新签合同额 15423 亿元, 同比增长 21.6%, 为后续收入增长提供稳定保障; 新签订单结构方面, 2022 年基建建设新签合同额为 13671 亿元, 占比达到 89%, 贡献新签的主要部分, 疏浚业务与基建设计业务占比分别为 7%和 4%, 构成重要补充。

图3: 公司新签合同额自 2019 年以来保持稳定增长

图4: 公司新签合同额中各业务板块占比情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司深入贯彻集团“十四五”规划提出的“123456”战略, 突出“两大两优”。“大交通”领域, 路桥建设、铁路建设新签合同额分别为 3579、449 亿元, 2020 年以来对基建建设新签订单的贡献稳定在 30%左右; “大城市”领域, 城市建设新签合同额为 3086 亿元, 同比增长 27.6%, 在基建建设业务中的占比由 2017 年的 29%提升至 2022 年的 50%, 持续扩容提质增效; “江河湖海”领域, 港口建设、疏浚业务新签合同额分别为 767、1067 亿元, 同比增长分别高达 59.3%和 22.2%; 海外业务领域, 公司持续深化海外市场布局, 境外工程新签合同额 3086 亿元, 在基建建设中占比达到 15%, 此外基建设计、疏浚业务中的境外新签合同额分别为 13.6、56.8 亿元。

图5: 中交集团“123456”发展战略, 聚焦“三重”、突出“两大两优”



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

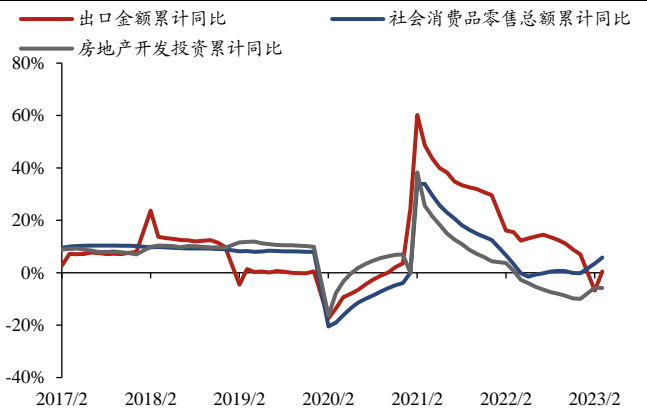
## 2. 基建相关核心主业优势突出, 有望受益于基建投资高景气

### 2.1. 行业“稳增长”背景下基建实物工作量有望加速落地

政府工作报告强调稳增长扩内需, 全年 GDP 增速目标定为 5%。中央经济工作会议定调“稳”字当头, 提出加大宏观政策调控力度, 积极的财政政策要加力提效, 稳健的货币政策要精准有力; 政府工作报告提出 2023 年 GDP 增长目标为 5%, 宏观政策延续稳增长、稳就业、稳物价、稳信心的整体基调, 着力扩大国内需求为重点工作之首, 把恢复和扩大消费摆在优先位置, 政府投资和政策激励要有效带动全社会投资; 财政部今年拟安排地方政府专项债券 3.8 万亿元。

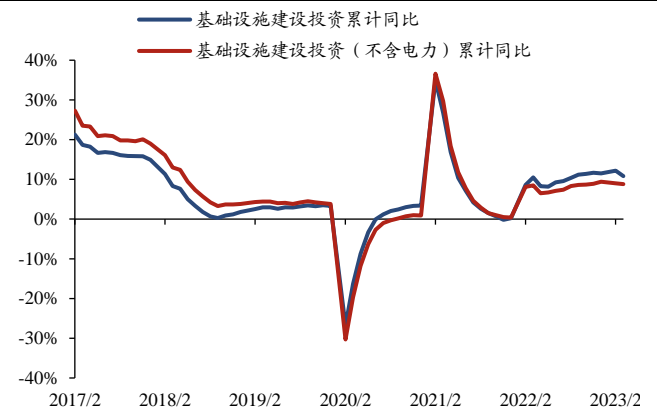
经济增长目标达成具有挑战性, 预计基建将仍然为今年经济增长的重要抓手。2023 年 1-3 月社会消费品零售总额同比+5.8%、出口总额同比-0.8%, 房地产开发投资同比降幅收窄至-5.8%; 相比之下, 1-3 月广义/狭义基建在高基数下继续保持+10.8%/+8.8%的高增长, 分项来看电力/热力/燃气及水的生产和供应业投资、交通运输/仓储与邮政业投资、水利/环境和公共设施管理业投资 1-2 月同比分别+22.3%、+8.9%、+7.8%。项目端, 春节过后各地积极推进重大项目开工, 且 2022 年第二批金融工具支持的项目自去年 Q4 起陆续分批开工, 将在今年贡献实物工作量; 资金端, 1-2 月全国新增专项债发行 8829 亿元, 与去年同期基本保持相同体量。在消费和出口数据仍处于修复进程的背景之下, 我们预计 2023 年经济增长目标的达成仍需要基建的托底支撑。

图6: 出口/零售/房地产投资同比增速情况



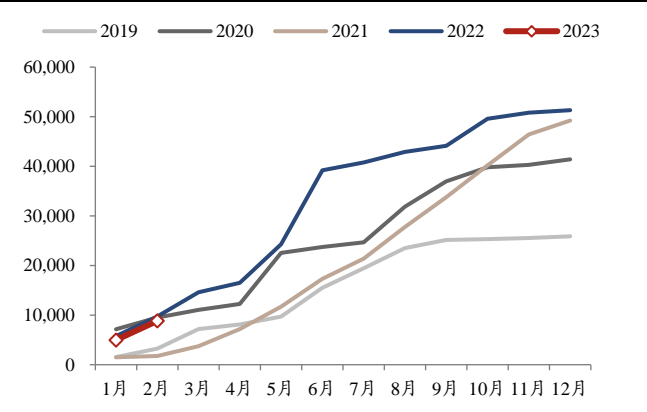
数据来源: 国家统计局, Wind, 东吴证券研究所

图7: 广义/狭义基建投资高基数下同继续高增



数据来源: 国家统计局, Wind, 东吴证券研究所

图8: 今年 1-2 月全国专项债发行与去年同期体量基本持平 (亿元)



数据来源: 财政部, Wind, 东吴证券研究所

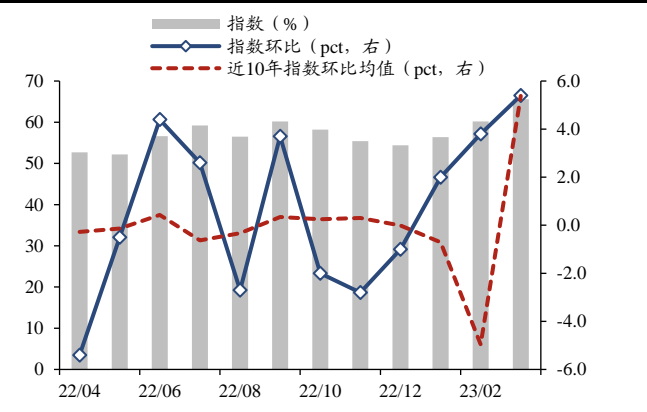
图9: 三大类基建投资累计同比增速情况



数据来源: 国家统计局, Wind, 东吴证券研究所

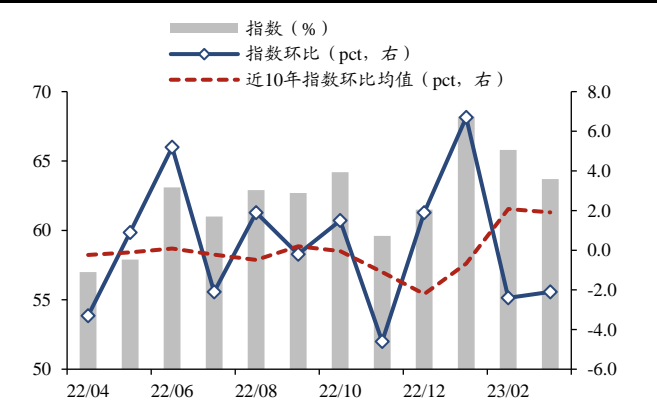
2022 年四季度以来建筑业 PMI 持续高于近年来中枢, 行业景气度维持高位。23 年 3 月建筑业商务活动指数为 65.6%, 环比 2 月继续上行 5.4 个百分点, 景气水平位于高位区间; 业务活动预期指数为 63.7%, 连续四个月位于高位景气区间, 反映建筑业企业对市场发展保持乐观。

图10: 建筑业 PMI: 商务活动指数



数据来源: 国家统计局, Wind, 东吴证券研究所

图11: 建筑业 PMI: 业务预期指数



数据来源: 国家统计局, Wind, 东吴证券研究所

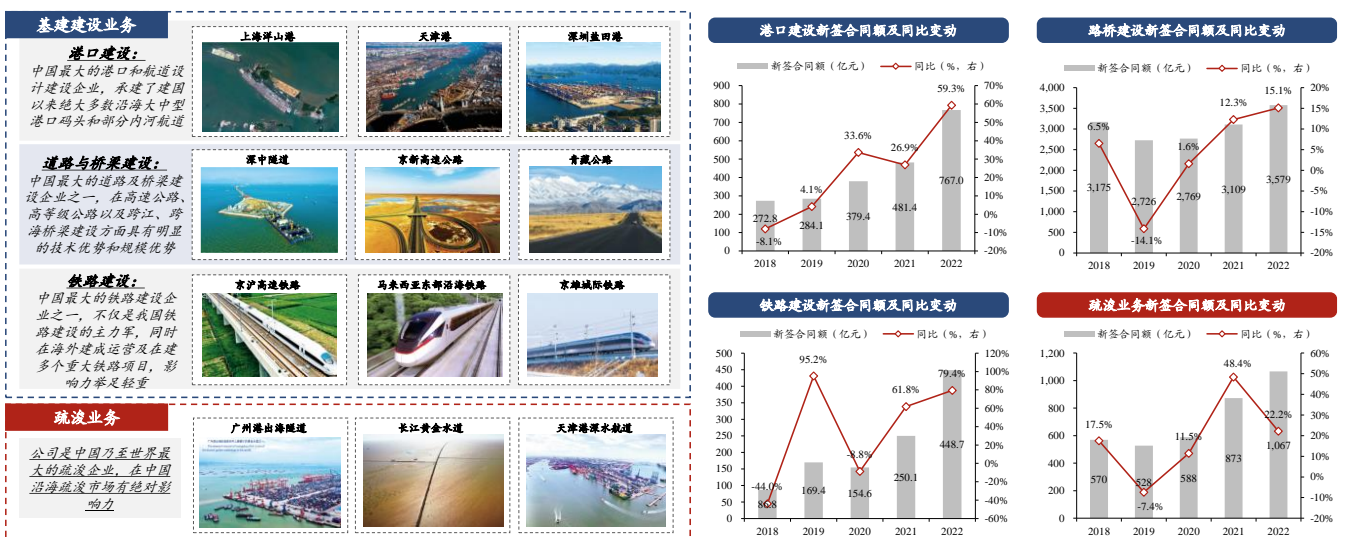


## 2.2. 路桥、港口与疏浚基建领先地位稳固，加强城市建设与新能源领域布局

### 2.2.1. 传统主业规模稳定增长，在手订单充足

公司是全国乃至全球领先交通基建企业，传统主业营运经验丰富。根据公司 2022 年年报，公司是全球最大的港口、公路和桥梁的设计与建设公司，全球最大的疏浚公司，全国最大的铁路建设企业；公司创造了诸多国内乃至亚洲和世界水工、桥梁建设史上的“第一”、“之最”，参与建设的苏通长江大桥（全世界首座跨度超千米的斜拉桥）、上海洋山深水港（全世界第一大集装箱港）、长江口深水航道整治工程（全世界最大的河口整治工程）、港珠澳隧道工程（全世界首条深埋沉管隧道）、京沪高速铁路（全世界一次性建成线路里程最长、标准最高的高速铁路）等均达到了世界领先水平。

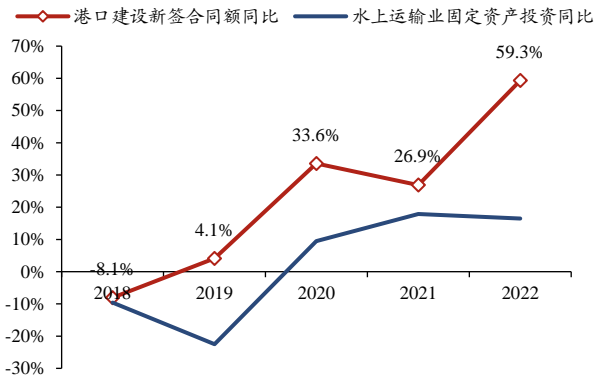
图 12: 公司传统业务项目经验丰富，规模稳健增长



数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

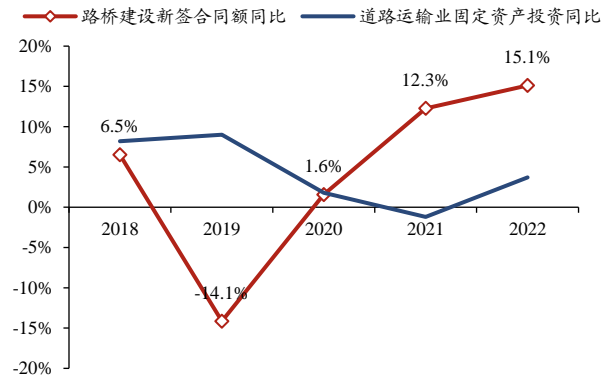
传统主业新签订单稳健增长，增速优于行业表现，充足的在手订单将为未来营收增长贡献确定性。2022 年公司港口建设、路桥建设、铁路建设、疏浚业务新签合同额分别为 767、3579、449、1067 亿元，同比分别+59.3%、+15.1%、+79.4%、+22.2%，均保持连续 3 年及以上的增长，且与行业对应的基建投资增速相比均表现更优，体现了公司作为龙头的竞争优势；公司基建建设业务与疏浚业务的在手订单合同额分别为 3.02 万亿、2048 亿元，新签订单保障倍数分别为 2.2 倍、2.1 倍，在手订单保障倍数分别为 4.8 倍、4.0 倍，为未来 1-3 年的业绩提供稳定支撑。

图13: 公司港口建设合同额与水上运输业投资增速



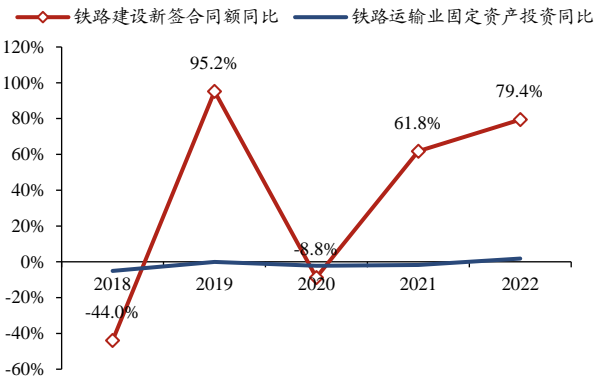
数据来源: 国家统计局, 公司公告, 东吴证券研究所

图14: 公司路桥建设合同额与道路运输业投资增速



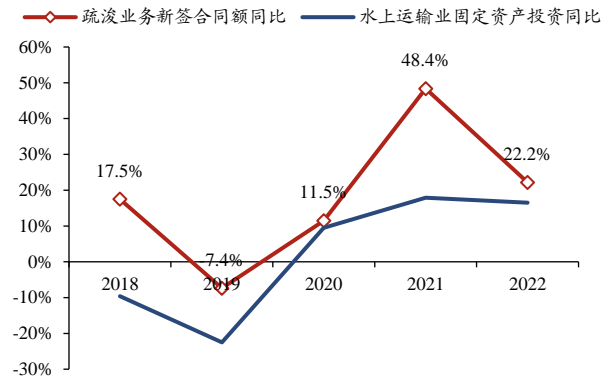
数据来源: 国家统计局, 公司公告, 东吴证券研究所

图15: 公司铁路建设合同额与铁路运输业投资增速



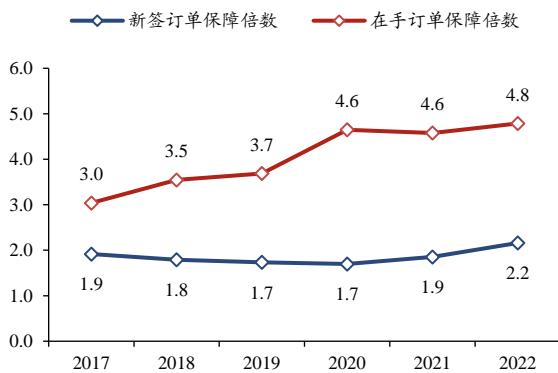
数据来源: 国家统计局, 公司公告, 东吴证券研究所

图16: 公司疏浚业务合同额与水上运输业投资增速



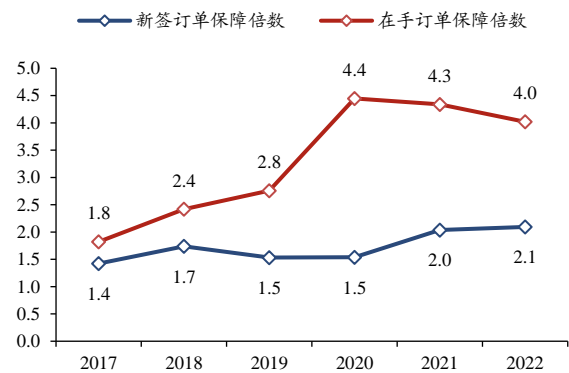
数据来源: 国家统计局, 公司公告, 东吴证券研究所

图17: 公司基建建设业务订单保障倍数



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图18: 公司疏浚业务订单保障倍数



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

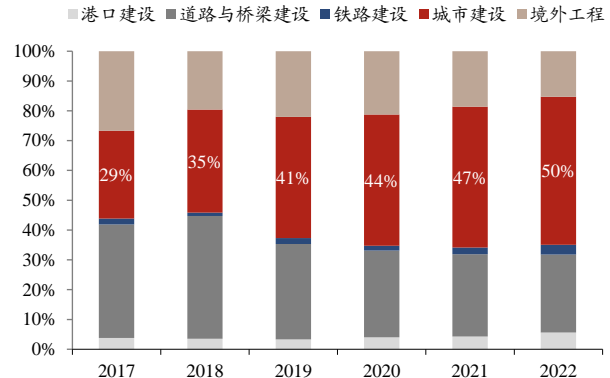
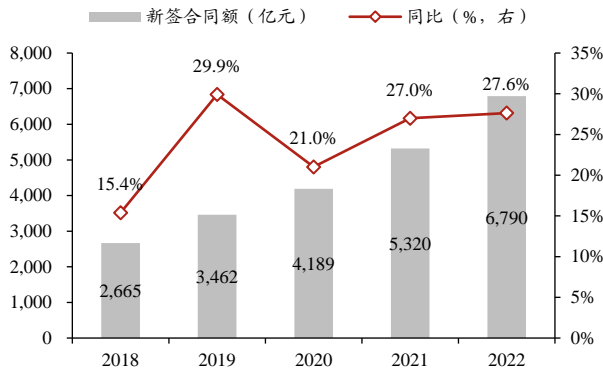
### 2.2.2. 城市建设订单占比持续提升, 擦亮“中交城市”品牌

“大城市”持续提质扩容, 贡献基建建设板块超 50% 订单, 成为重要增长点。2022 年中国常住人口城镇化率突破 65% 关口, 城镇化建设进入新阶段, 城镇人口聚集对城市公共配套设施提出了更高要求, 城市更新、地下空间综合开发、智慧停车、管网改造等

需求持续释放；公司积极响应国家需求，全面对接新型城镇化战略，2022 年城市建设新签合同额达到 6790 亿元，同比+27.6%，在基建建设业务中占比首次超过 50%。

图19: 公司城市建设新签合同额及同比增速情况

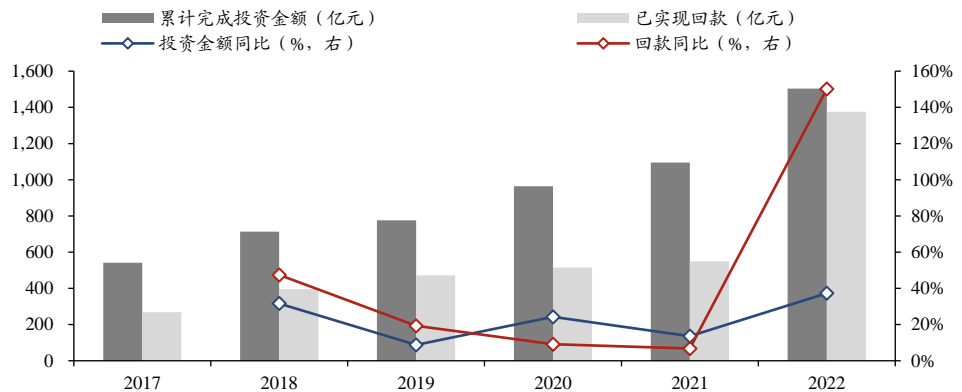
图20: 城市建设在基建建设中订单占比不断提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图21: 公司城市综合开发项目累计完成投资金额及回款（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司依托全产业链优势和一体化服务能力，补齐补强城市综合开发全产业链，促进城市品质和产业双提升。2022 年城市建设 6790 亿元新签合同额中，城市综合开发业务占比达到 18%，截至 2022 年底公司城市综合开发项目累计完成投资金额 1504 亿元，已实现销售回款 1376 亿元。公司下属子公司中交城投作为公司城市综合开发运营专业投资平台，充分发挥母公司品牌资源、产业链合作关系与技术经验、潜在合作伙伴等优势，打造具备全产业链系统性优势的“中交城市”品牌：比如在顺德高新区西部启动区项目中，中交城投对项目区域的交通路网、市政管网、绿化环境、配套设施、形象展示、文化品牌等进行全面梳理和提升，构筑珠三角两小时生活圈和 15 分钟立体交通圈，联合高新区管委会、知名中介公司举办投资推介会，建设特色产业平台，引入千山药机、华电能源、智能制造孵化器等多个重点产业项目，打造工业机器人及智能化装备的产业链集群；在南沙灵山岛尖综合开发项目中，公司投资建设中交汇通中心城市综合体、广州南沙国际邮轮母港综合体项目，合资建设融资租赁公司，并推动中国交建在南沙注册二、三级子公司 11 家；根据中交城投债券募集说明书，截至 2022 年 9 月公司在手城市综合

开发项目共 16 个，合同总额 2335 亿元，累计投资总额 636 亿元，在手项目充足。

图22： 中交城投旗下城市开发代表项目



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

表1： 截至 2022 年 9 月中交城投在手城市综合开发项目情况

项目名称	合同总额 (亿元)	累计投资总额 (亿元)	股权比例	截至 2022 年 9 月 累计回款 (亿元)
珠海市横琴新区综合开发项目	150.0	118.4	100%	106.3
广州南沙新区明珠湾区起步区灵山岛尖城市开发与建设项目	82.0	80.7	49%	77.2
顺德高新区西部启动区一期城市综合开发项目	36.0	32.9	80%	38.2
宁波市奉化区城市转型示范区综合开发项目	338.9	70.6	100%	61.4
中马钦州产业园金鼓江区域综合整治开发与建设项目	115.0	15.7	65%	2.9
广东省佛山市城市轨道交通 2 号线一期工程项目	203.7	194.6	28%	134.4
临沂经开区新旧动能转换东部生态示范园区项目	187.0	21.5	60%	4.6
中法武汉生态示范城东部片区项目	43.4	13.0	70%	3.0
成都温江综合开发项目	80.3	7.2	90%	1.0
杭州富春湾新城杭黄高铁片区项目	44.0	25.8	90%	26.3
彭州市濛阳新城片区综合开发项目	471.0	12.2	50%	12.2
贵阳市云岩区小关智慧生态城综合开发项目 (偏坡区域)	55.1	4.6	99%	0.0
温州浙南科技城北片区综合开发项目	213.6	10.7	85%	1.9
中央创新区 (南区) 综合开发项目	209.6	25.9	78%	0.1
临平国际未来产居生态城综合开发项目	55.1	--	90%	0.0
佛山市顺德区伦教双智产业园综合开发项目	50.0	2.4	95%	0.0
<b>合计</b>	<b>2334.73</b>	<b>636.09</b>		

数据来源：中交城投债券募集说明书，东吴证券研究所

备注：临平国际未来产居生态城综合开发项目累计投资总额未披露

### 2.2.3. 海上风电：发力海风建设，寻找业务新增长点

我国海风增长前景广阔，“十四五”期间海风装机或将维持较快增速。根据中国能源网，我国拥有海岸线 3.2 万公里，可利用海域面积 300 多万平方公里，海上风能资源丰富，水深 5~50 米海域，100 米高度的海上风能资源开放量为 5 亿千瓦；2012-2022 年我国海上风电累计装机量由 0.4GW 增至 32.7GW，还有很大的开发空间。国家发改委等九部门印发的《“十四五”可再生能源发展规划》为海风发展明确了工作重点，提出有序推进海上风电基地建设。开展省级海上风电规划制度修订，同步开展规划环评，优化近海海上风电布局，鼓励地方政府出台支持政策，积极推动近海海上风电规模化发展，重点建设山东半岛、长三角、闽南、粤东和北部湾五大海上风电基地等，海风建设增长趋

势明确。

图23: 我国海上风电新增装机容量

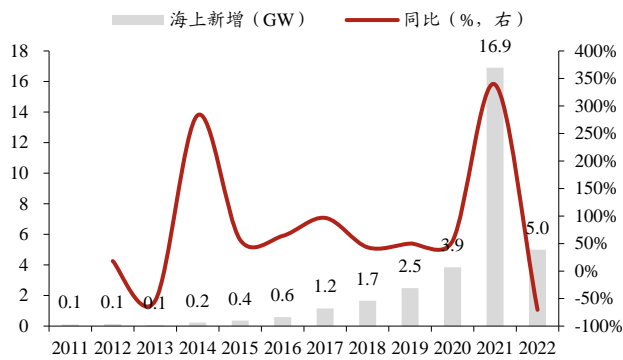
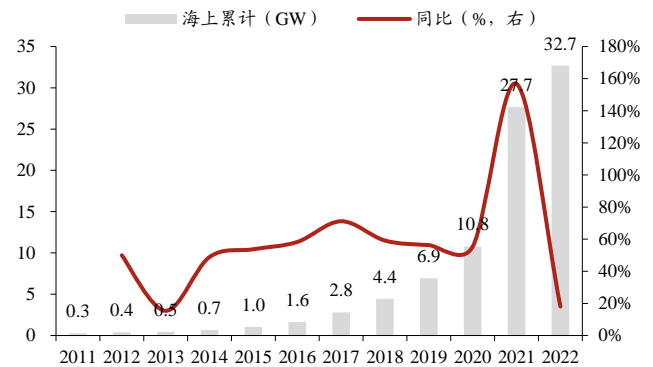


图24: 我国海上风电累计装机容量



数据来源: CWEA, 东吴证券研究所

数据来源: CWEA, 东吴证券研究所

二级公司中交三航局海风建设经验丰富，占据我国海风安装 60% 的市场份额。中交三航局早在 2005 年就切入海风市场进行前瞻性研究，2008 年中标亚洲首个海上风电场（上海东海大桥 100MW 海上风电示范项目）的建设，此后参与了国内海风领域多个“首次”项目，如首个达到“双十”标准的海上风电场（中广核如东海上风电场）、首个 300 千瓦规模的海上风电场（华能如东海上风电场）、北方首个海上风电项目（唐山乐亭菩提岛海上风电场 300 兆瓦示范工程风电场）、东北地区首个海上风电场项目（大连庄河海上风电场项目）等，占据我国海风施工约 60% 的市场份额。公司坚持走自主创新之路，攻克了海风基础施工与装置、风电机组安装与装备、海上风电场维护以及风电新材料与耐久性关键技术，在负压筒、重力式、深水导管架、漂浮式以及深远海风机安装等新兴领域也保持技术研究的领先，打破国外垄断，塑造我国海风自主品牌。

图25: 中交三航局海上风电代表项目

<p><b>上海东海大桥100兆瓦海上风电示范项目</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>亚洲首个海上风电示范项目</li> <li>总装机容量102兆瓦，共安装34台的单机容量3兆瓦离岸型风电机组</li> </ul>	<p><b>华能如东海上风电场</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>国内首个300千瓦规模的海上风电场</li> <li>总装机容量150MW，20台海装5MW&amp;14台西门子4MW，高桩承台/单桩基础，分体安装</li> </ul>
<p><b>唐山乐亭菩提岛海上风电场300兆瓦示范工程风电场</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>中国北方在建的第一个海上风电项目，渤海核准的第一个海上风电项目</li> <li>选用75台4兆瓦海上风电机组，工程总装机容量为300兆瓦</li> </ul>	<p><b>大连庄河海上风电场项目</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>东北地区首个海上风电项目，北方地区最大的海上风电项目</li> <li>规划建设55台海上风机，包括2台3兆瓦、46台3.3兆瓦和7台6.45兆瓦风机</li> </ul>
<p><b>中广核福建平海湾海上风电场</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>国内首个成规模单机容量5兆瓦直驱型风机的海上风电场</li> <li>总装机容量50MW，10台湘电5MW，高桩承台基础，分体安装</li> </ul>	<p><b>中广核阳江南鹏岛海上风电场项目风电场</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>破国内单体海上风电项目规模纪录</li> <li>实现了全国首台深水海域四桩导管架基础形式风机安装，距陆地最近20千米，规划装机总容量400兆瓦</li> </ul>
<p><b>中广核如东海上风电场</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>国内首个“双十”的海上风电场</li> <li>总装机容量150MW，38台西门子4MW，单桩基础，分体安装</li> </ul>	<p><b>国华东台四期300兆瓦海上风电场项目</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>离岸距离约42千米，破国内在建离岸最远的风电场项目纪录</li> <li>总装机容量为302.4兆瓦，布置63台西门子4.0兆瓦机组，12台远景能源4.2兆瓦机组，并设置一座220千伏海上升压站</li> </ul>

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

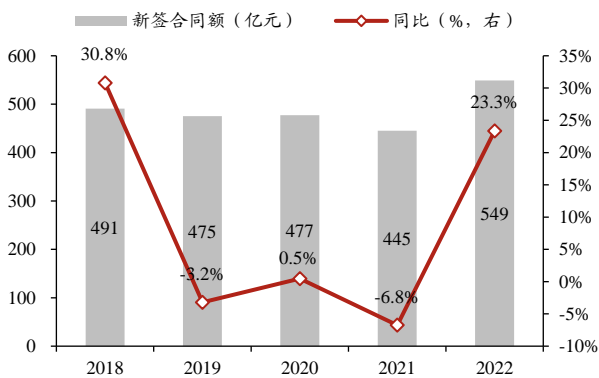
成立子公司中交海峰风电，打造海上风电产业综合服务商。中交海峰风电由公司作为大股东，牵头三峡集团、大唐集团、国家能源投资集团、远景能源等业内五家大型央企和知名民企组建而成，业务涵盖海上风电装备研发投资、运营维护、设计咨询、海外

风电、“海上风电+”等领域，成立后已陆续在阳江市、莆田市、漳州市、温州市等全国各地开展海上风电勘查、监理、咨询工作。中交海峰风电的成立有助于推动公司在海上风电运维业务的区域化与专业化布局，形成有关海域的专业化运维服务方案，抓住海上风电建设机遇向产业链上下游拓展。

### 2.3. 拟分拆设计资产上市，实现专业化整合

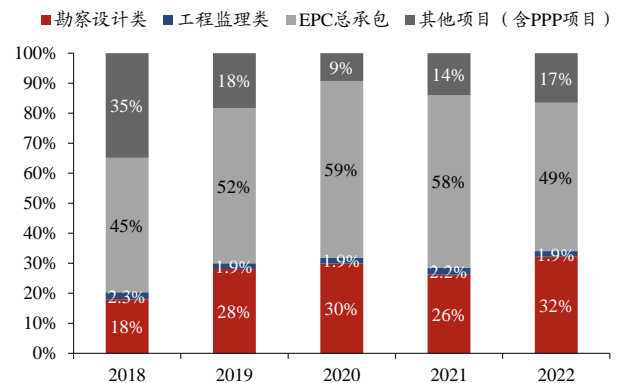
**基建设计领域排头兵，业务规模保持领先。**公司是全国最大的港口设计企业，同时也是世界领先的公路、桥梁和隧道设计企业，在工程勘察等多个领域具备甲级资质。2022年公司基建设计业务实现营业收入 482.1 亿元，同比+1.3%，实现新签合同额 549.0 亿元，同比+23.3%，其中来自境外地区的新签合同额为 13.6 亿元，在印度尼西亚、菲律宾、几内亚等国家和地区接连斩获多个具有区域影响力的勘查、设计、咨询项目。分项目类型来看，2022 年勘察设计类、工程监理类、EPC 总承包、其他项目（含 PPP 项目）新签合同额占比分别为 32%、2%、49%、17%。

图26: 公司基建设计业务新签合同额及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图27: 基建设计业务各项目类型占比情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司旗下一公院、二公院、公规院拟借壳祁连山实现重组上市。此次分拆上市方案可拆解为四部分：

**(1) 重大资产置换：**中国建材集团实控的祁连山股份拟将子公司祁连山水泥的全部资产及负债置出（作价 104.3 亿元），与中交集团六家设计院 100% 股权中的等值部分进行资产置换。置入的六家设计院具体包括中国交建旗下所属的公规院、一公院、二公院 100% 股权（作价 201.6 亿元），以及中国城乡旗下所属西南院、东北院、能源院 100% 股权（作价 33.4 亿元）。

**(2) 发行股份购买资产：**拟置入资产（6 家设计院）作价为 235.0 亿元，拟置出资产（祁连山水泥）作价为 104.3 亿元，两者差价 130.7 亿元将由祁连山股份以向中国交建、中国城乡发行股份的方式进行购买，发行价格为 10.17 元/股，预计向中国交建发行 11.1 亿股、向中国城乡发行 1.7 亿股。

**(3) 发行股份募集配套资金：**祁连山股份拟向不超过 35 名特定对象非公开发行股

票，总额不超过 34 亿元，用于 14 个提升科创、管理、生产能力项目并补充流动资金。本次方案中重大资产置换、发行股份购买资产互为前提同时生效，但募集配套资金将以重大资产置换发行股份购买资产的成功实施为前提。

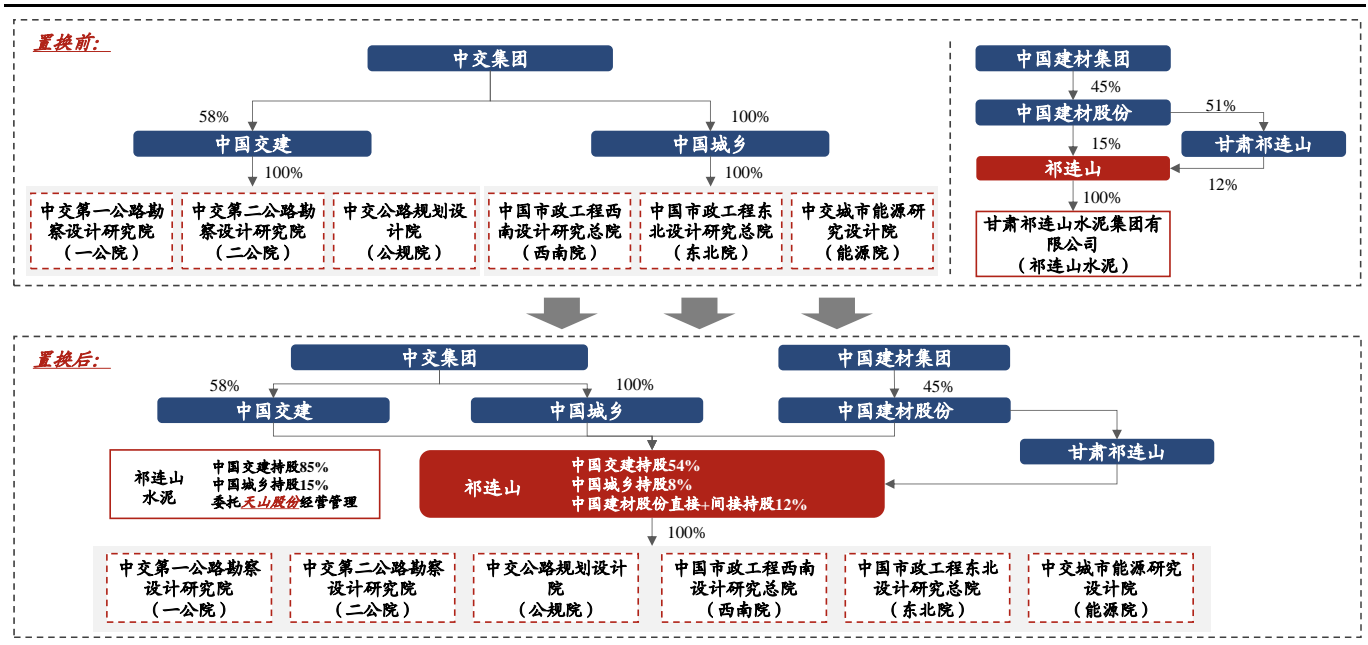
(4) 完成分拆上市：通过六家设计院的重组上市，新祁连山股份退出水泥行业，将成为工程市政设计咨询领域的独立上市平台；中国交建和中国城乡获得置出的水泥资产将交由中国建材集团旗下新天山股份进行委托管理；中国交建实现公规院、一公院、二公院的分拆上市，将成为设计上市公司的控股股东，持有 53.88% 股权。

图28: 中国交建所属设计资产置换及上市重组方案



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图29: 中国交建所属设计资产置换前后股权结构一览



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

三家设计院主要涵盖公司的公路、市政板块设计资源，盈利水平更优。公规院、一公院和二公院是世界领先、国内顶尖的公路、桥梁、隧道及市政设计企业，2022年分别实现净利润5.5/4.6/4.3亿元、净资产收益率分别为17.2%/12.9%/11.4%，截至2022年底总资产规模分别为67.3/70.4/66.7亿元、净资产规模分别为28.1/25.6/34.8亿元、资产负债率分别为58.2%/63.7%/47.9%；除此三家设计院外，公司下属其他基建设计子公司还包括中咨集团和养护集团（工程总承包和施工业务）、第一~四航院（港航设计业务）、水运规划设计院（水运设计业务）等；通过对比三家拟上市设计院与其他基建设计子公司的财务数据，三家设计院明显具有更好的盈利水平，2022年三家设计院净利润同比增速为-11.1%，净资产收益率为13.6%，其他子公司净利润同比增速为-20.8%，净资产收益率为7.4%，且近5年三家设计院净资产收益率水平稳定高于其他设计院3~5pct。

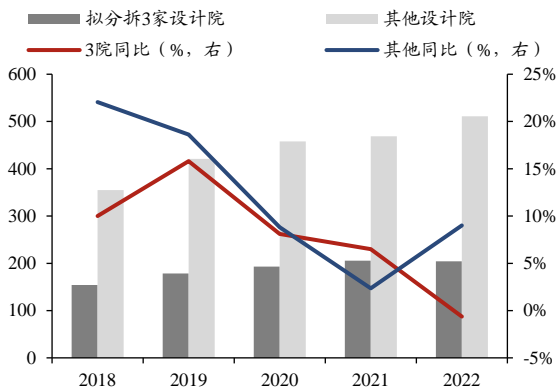
表2：公规院、一公院、二公院主要财务数据

	2018	2019	2020	2021	2022
<b>净利润（万元）</b>					
公规院	40,819	44,987	49,917	52,987	54,674
同比	20.2%	10.2%	11.0%	6.2%	3.2%
一公院	40,869	49,082	54,984	56,576	46,171
同比	9.4%	20.1%	12.0%	2.9%	-18.4%
二公院	47,689	54,229	48,709	52,664	43,394
同比	12.8%	13.7%	-10.2%	8.1%	-17.6%
<b>总资产（万元）</b>					
公规院	399,070	466,348	568,321	604,075	673,217
同比	9.5%	16.9%	21.9%	6.3%	11.4%
一公院	592,456	772,093	781,801	788,328	703,556
同比	3.8%	30.3%	1.3%	0.8%	-10.8%
二公院	551,272	548,176	581,185	664,406	667,027
同比	18.0%	-0.6%	6.0%	14.3%	0.4%
<b>净资产（万元）</b>					
公规院	230,735	271,078	311,070	354,486	281,303
同比	16.5%	17.5%	14.8%	14.0%	-20.6%
一公院	331,924	373,665	412,654	458,856	255,525
同比	27.0%	12.6%	10.4%	11.2%	-44.3%
二公院	284,881	330,202	368,332	415,617	347,747
同比	11.3%	15.9%	11.5%	12.8%	-16.3%
<b>资产负债率</b>					
公规院	42.2%	41.9%	45.3%	41.3%	58.2%
同比	-3.5pct	-0.3pct	3.4pct	-3.9pct	16.9pct
一公院	44.0%	51.6%	47.2%	41.8%	63.7%
同比	-10.2pct	7.6pct	-4.4pct	-5.4pct	21.9pct
二公院	48.3%	39.8%	36.6%	37.4%	47.9%
同比	3.1pct	-8.6pct	-3.1pct	0.8pct	10.4pct
<b>ROE</b>					
公规院	19.0%	17.9%	17.1%	15.9%	17.2%
同比		-1.1pct	-0.8pct	-1.2pct	1.3pct
一公院	13.8%	13.9%	14.0%	13.0%	12.9%
同比		0.1pct	0.1pct	-1.0pct	-0.1pct
二公院	17.6%	17.6%	13.9%	13.4%	11.4%
同比		0.0pct	-3.7pct	-0.5pct	-2.1pct

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

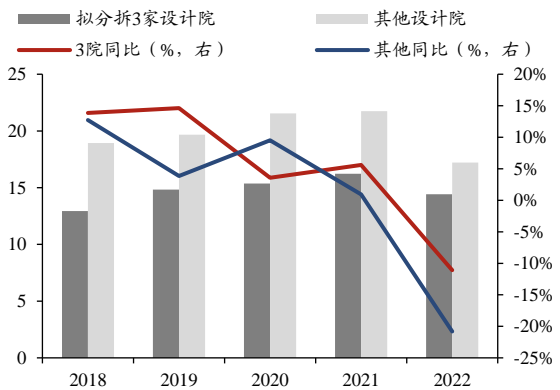


图30: 3家设计院/其他设计子公司总资产情况



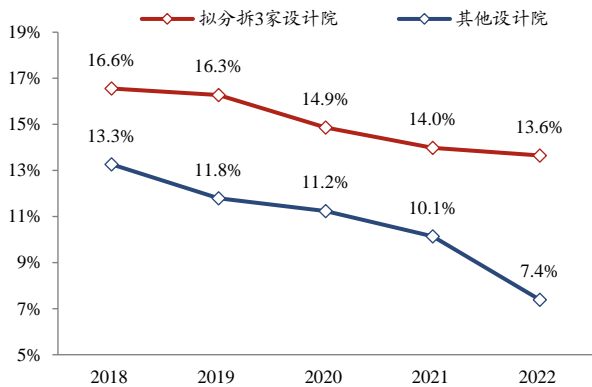
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图31: 3家设计院/其他设计子公司净利润情况



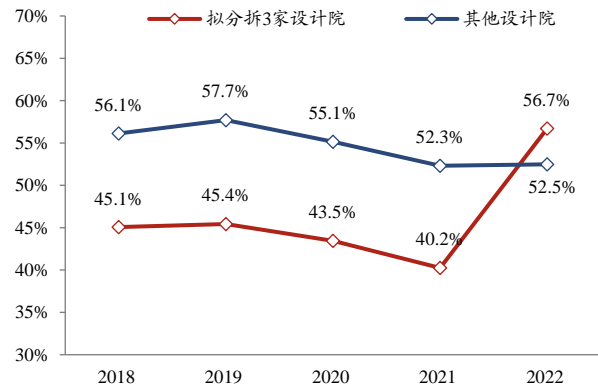
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图32: 3家设计院/其他设计子公司 ROE 情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图33: 3家设计院/其他设计子公司资产负债率情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

此次分拆上市首先有助于解决部分同业竞争问题, 促使设计板块聚焦主业、强化发展。拟合并上市的六家设计院历史上由于部分业主需要, 开展了部分工程总承包业务, 根据分拆公告, 2019-2021年六家设计院工程总承包营业收入分别为 47.3/43.9/41.2 亿元, 占拟置入资产营业收入比例分别为 33.9%/33.4%/31.8%, 完成分拆上市后六家设计院将不再新增单独施工合同, 有助于解决部分同业竞争问题且聚焦主业。

资产整合可加强设计业务统筹规划和引领, 与公司其他业务产生协同效应, 提升公司整体价值。首先, 公司基建设计业务虽然在国内具有显著的竞争优势, 但与国际先进水平相比还有较大差距, 且目前国内的设计咨询行业正处于转型升级的关键时期; 其次, 公司的疏浚业务板块于 2015 年完成天津航道局、上海航道局、广州航道局的整合, 成立中交疏浚作为业务实施与融资的主体, 相比之下设计业务板块缺少一个整体组织运作的平台。此次资产整合业务层面将着重解决公司设计板块缺乏整体统筹和规划引领, 高端策划咨询实施能力不强, 对大交通、大城市领域业务拓展支持能力偏弱、海外优先的业务拓展能力欠缺等问题, 做强设计核心主业, 提升公司的全产业链优势; 资本层面由于设计咨询板块与基建建设相比具有资产较轻、利润水平较高等特征, 分拆设计板块上市有助于提升设计板块的整体估值, 并反哺中国交建估值, 从而提升公司和股东价值。

### 3. 高速公路资产储备丰富，借力 REITs 加速实现盘活

#### 3.1. 多部门积极探索推进基础设施 REITs，高速公路为优质底层资产

**2023 年初以来多部门出台政策促进 REITs 发展。**中央层面，2 月 2 日证监会召开 2023 年系统工作会议，提到要大力推进公募 REITs 常态化发行；2 月 10 日证监会召开 2023 年债券监管工作会议。强调全面深化 REITs 市场建设，坚持发展与规范并重，全力推动 REITs 市场高质量发展；2 月 20 日证监会启动不动产私募投资基金试点工作；3 月 26 日发改委下发 236 号文；地方层面，湖南省对申报发行 REITs 提出了奖励，并创新性提出将基础设施 REITs 产业有关咨询服务纳入政府购买服务指导性目录；四川省对于成功发行且募集资金用于省内项目建设的项目，原始权益人可按投资规模的 0.5% 申请一次性补助；重庆市发改委提出了明确的财税、土地等配套支持政策。

高速公路资产作为底层资产具备行业发展成熟、现金流稳定、资产权属清晰等优势，发行 REITs 上市可有效改善经营指标，目前已上市 REITs 中高速公路作为底层资产的有 7 支，募资额占比 48.1%。(1) 据交通运输部，中国高速公路网的基本建设已经基本完成，截至 2021 年末全国高速公路里程达到 16.91 万公里，其中国家高速公路里程 11.70 万公里，资产规模庞大，仍有相当规模的存量空间；(2) 高速公路资产的收入来源主要是通行费收入，总体呈现稳定增长趋势，2015-2019 年全国高速公路通行费由 4098 亿元增至 5938 亿元，复合增长率达到 9.7%，2020 年受到疫情防控期间全国收费公路免收 79 天车辆通行费 1593 亿元的影响，全国高速公路通行费同比回落 18%，但 2021 年全年通行费收入达到 6631 亿元，回归疫情前水平；(3) 高速公路资产由项目公司和政府通过签订《特许经营协议》确定特许经营权的收费期和权属，一般不存在关联交易和资产分割的问题，资产权属清晰。发行 REITs 也能为高速公路行业有效缩短投资回报周期、改善现金流、降低资产负债率等提供新的渠道。截至 2023 年 3 月 31 日，已上市的 27 支基础设施 REITs 中以高速公路资产作为底层资产的有 7 支，募资总额、总市值、流通市值占比分别为 48.1%、41.9%、32.4%。

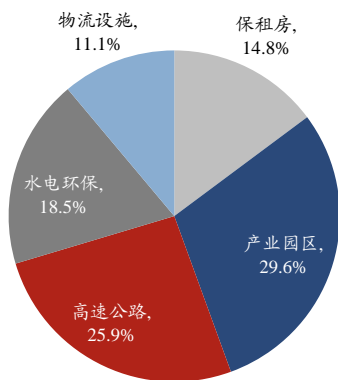
表3: 27 支已上市 REITs 中 7 支底层资产为高速公路资产

名称	底层资产	上市日期	募资总额 (亿元)	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)
博时蛇口产业园 REIT	产业园区	2021-06-21	20.8	25.7	16.5
华安张江光大 REIT	产业园区	2021-06-21	15.0	20.6	16.2
东吴苏园产业 REIT	产业园区	2021-06-21	34.9	43.0	25.6
建信中关村 REIT	产业园区	2021-12-17	28.8	34.6	22.2
华夏合肥高新 REIT	产业园区	2022-10-10	15.3	17.6	6.1
国泰君安临港创新产业园 REIT	产业园区	2022-10-13	8.2	10.9	4.9
国泰君安东久新经济 REIT	产业园区	2022-10-14	15.2	19.6	6.8
华夏和达高科 REIT	产业园区	2022-12-27	14.0	15.5	5.7
平安广州广河 REIT	高速公路	2021-06-21	91.1	78.1	38.1
浙商沪杭甬 REIT	高速公路	2021-06-21	43.6	43.8	17.9
华夏越秀高速 REIT	高速公路	2021-12-14	21.3	22.3	14.7
华夏中国交建 REIT	高速公路	2022-04-28	94.0	81.7	20.2
国金中国铁建 REIT	高速公路	2022-07-08	47.9	48.3	12.0
华泰江苏交控 REIT	高速公路	2022-11-15	30.5	30.4	7.6

中金安徽交控 REIT	高速公路	2022-11-22	108.8	100.5	20.0
中航首钢绿能 REIT	水电环保	2021-06-21	13.4	14.8	8.9
富国首创水务 REIT	水电环保	2021-06-21	18.5	21.9	10.0
鹏华深圳能源 REIT	水电环保	2022-07-26	35.4	47.9	14.3
中信建投国家电投新能源 REIT	水电环保	2023-03-29	78.4	80.0	20.0
中航京能光伏 REIT	水电环保	2023-03-29	29.3	32.9	6.9
红土创新盐田港 REIT	物流设施	2021-06-21	18.4	24.4	19.5
中金普洛斯 REIT	物流设施	2021-06-21	58.4	75.7	60.2
嘉实京东仓储基础设施 REIT	物流设施	2023-02-08	17.6	20.1	6.0
红土创新深圳安居 REIT	保租房	2022-08-31	12.4	13.9	5.6
中金厦门安居 REIT	保租房	2022-08-31	13.0	14.4	5.3
华夏北京保障房 REIT	保租房	2022-08-31	12.6	14.4	5.7
华夏基金华润有巢 REIT	保租房	2022-12-09	12.1	13.3	5.3

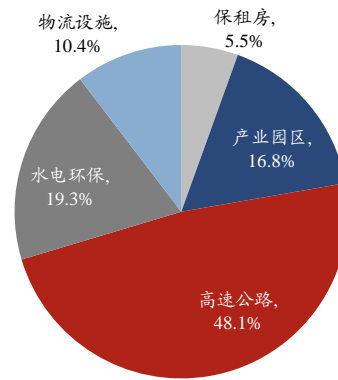
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图34：已上市 REITs 中各类底层资产数量占比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图35：已上市 REITs 中各类底层资产募资额占比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

**236 号文落地，进一步优化特许经营权类 REITs 项目发行条件。**3月24日发改委发布 236 号文，在项目收益率、回收资金运用及运营管理等方面提出了新要求，利好以特许经营权作为底层资产的 REITs 项目发行。(1) 项目收益率方面，此前 958 号文发布以来对于所有类型的基础设施项目收益一直以来采用 4% 规定，而 236 号文对于产权类项目和特许经营权类项目进一步进行区分：产权类采用“未来 3 年每年净现金流分派率原则上不低于 3.8%”的标准，特许经营权类采用“IRR 原则上不低于 5%”的标准；(2) 回收资金运用及运营管理方面，958 号文规定“90%（含）以上的净回收资金（指扣除用于偿还相关债务、缴纳税费、按规则参与战略配售等的资金后的回收资金）应当用于在建项目或前期工作成熟的新项目”，而 236 号文修改为“不超过 30% 的净回收资金可用于盘活存量资产项目”，满足了市场上对于回收资金使用多元化及期限久期的诉求。

表4：发改委主要文件对发行 REITs 试点范围、预期回报率、申报规模要求不断细化完善

文件	内容	具体要求
《关于做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点项目申报工作的通知》（586 号文）	预期回报率	申报项目需满足未来三年净现金流分派率（预计年度可分配现金流/目标不动产评估净值）原则上不低于 4%。
	回收资金运用及运营管理	--
《关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金	预期回报率	申报项目需满足未来三年净现金流分派率（预计年度可分配现金流/目标不动产评估净值）原则上不低于 4%。

《(REITs) 试点工作的通知》(958 号文)

回收资金运用及运营管理

90% (含) 以上的净回收资金 (指扣除用于偿还相关债务、缴纳税费、按规则参与战略配售等的资金后的回收资金) 应当用于在建项目或前期工作成熟的新项目 (含新建项目、改扩建项目)

《关于规范高效做好基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 项目申报推荐工作的通知》(236 号文)

预期回报率

特许经营权、经营收益权类项目在基金存续期间 IRR 不低于 5%; 非特许经营权、经营收益权类项目未来三年净现金流分派率不低于 3.8%。

回收资金运用及运营管理

净回收资金应主要用于在建项目、前期工作成熟的新项目; 其中, 不超过 30% 的净回收资金可用于盘活存量资产项目, 不超过 10% 的净回收资金可用于已上市基础设施项目的小股东退出或补充发起人 (原始权益人) 流动资金等

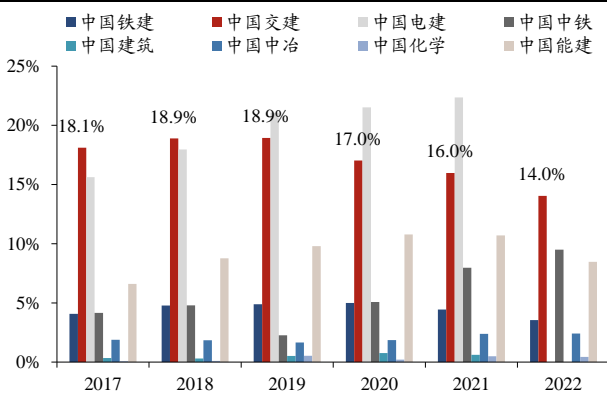
数据来源: 发改委, 东吴证券研究所

### 3.2. 首单 REITs 助力资产盘活, 优质路产资源具备扩募潜力

公司在手投资类项目规模可观, 特许经营权资产占比较高, 亟待实现盘活。公司 2007 年开始承接基础设施等投资类项目, 在手资源丰富, 截至 2022 年末公司无形资产规模达到 2275 亿元, 在总资产中占比 15.1%; 进一步拆分, 特许经营权资产在无形资产中的占比达到 93.3%, 在总资产中的占比达到 14.0%, 在八大央企中处于较高水平; 2022 年公司进入运营期的特许经营权项目达到 33 个, 其中多数为高速公路项目, 运营收入为 70.7 亿元, 净亏损 19.5 亿元。虽然公司特许经营权项目陆续进入成熟期使得运营效益出现一定好转, 但整体来看仍然处于亏损状态, 亟待实现盘活。

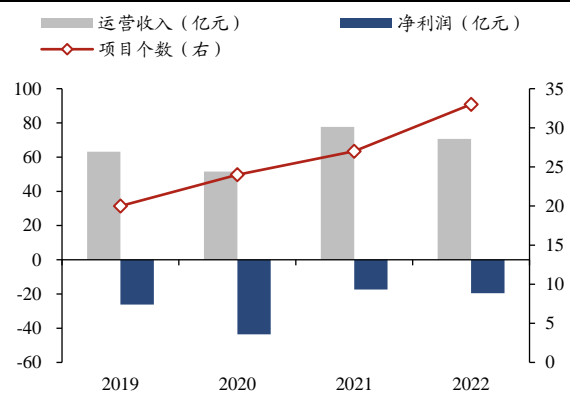
近年来公司投资类项目结构有所优化。2022 年公司基础设施等投资类项目确认的合同额达到 2116 亿元, 其中集团预计可承接的建安合同额为 1835.8 亿元, 从新签项目类型来看, 2022 年 BOT 类项目、政府付费项目、城市综合开发项目占比分别为 10.1%、37.3% 和 52.6%, 近年来回款周期长的 BOT 类项目投资力度明显放缓, 而短周期的城市综合开发项目以及非经营性的政府付费项目占比显著提升, 投资类项目结构有所优化。

图36: 公司特许经营权资产占总资产比例在建筑央企中处于前列



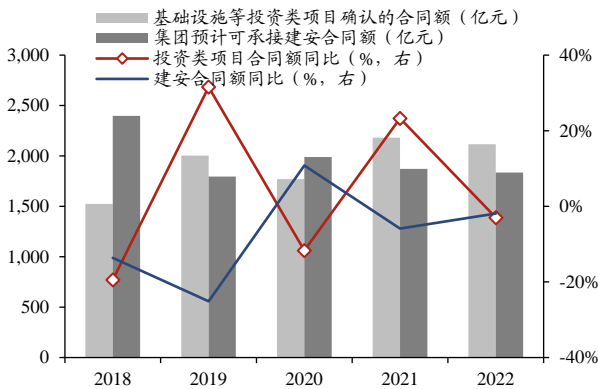
数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

图37: 公司进入运营期特许经营权项目情况



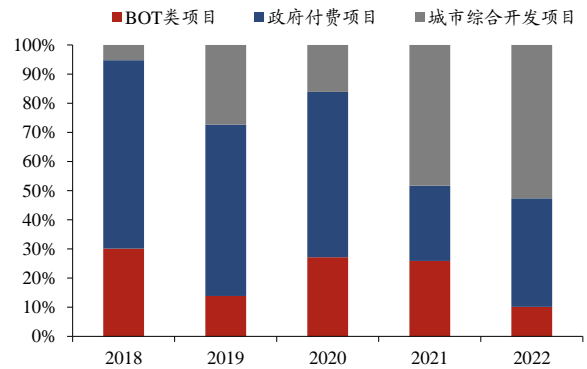
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图38: 公司新签投资类项目情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图39: 公司投资类项目中 BOT 类项目占比逐年缩减

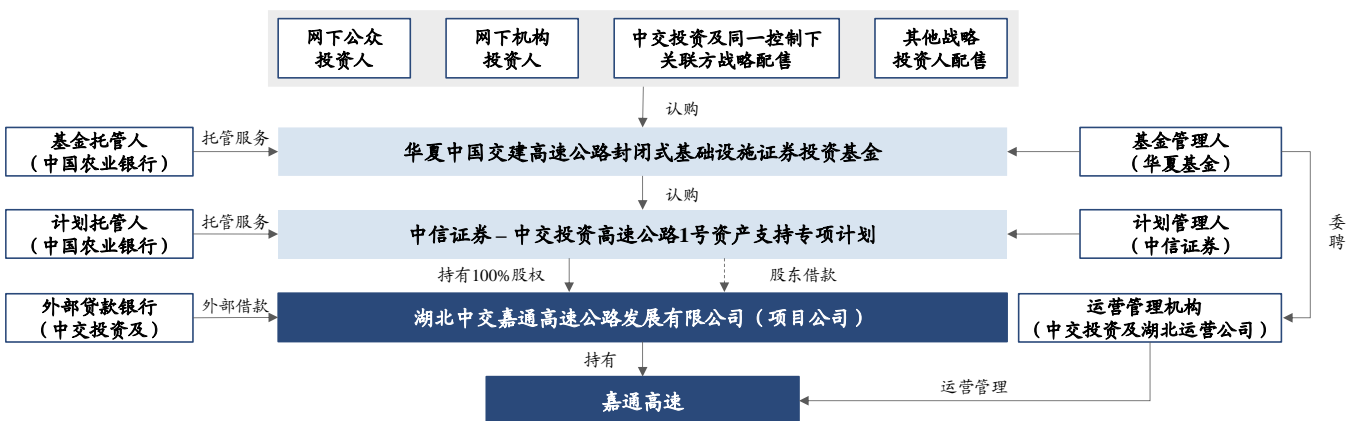


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**首单高速公路 REIT 发行助力嘉通高速资产盘活。**华夏中国交建 REIT 以湖北中交嘉通高速持有的武汉至深圳高速公路嘉鱼至通城段特许经营权为基础资产, 2022 年 4 月 7 日上市, 发行价格为 9.399 元/份, 募集份额 10 亿份, 发行规模达到 93.99 亿元。根据募集说明书, 嘉通高速项目主线全长 90.975 公里, 联通武汉经济圈、长株潭经济圈及粤港澳大湾区, 2019 年 10 月通过竣工验收, 产生的收入主要源于通行费收入 (占比 90% 以上)、服务区经营权承包费收入、收费站灯箱广告位出租收入, 发行时剩余经营年限约为 25 年; 嘉通高速 2018/2019/2020/2021 年 1-9 月通行费收入为 -0.1/2.8/1.7/2.2 亿元, 毛利率为 4.7%/56.8%/46.6%/59.3%, 2022 年受疫情影响毛利率回落至 44.8%。自“新十条”发布后, 2022 年 12 月嘉通高速全面放开, 车流量恢复迅速, 日均车流量有显著提升, 预计 2023 年经营效益有望转好。

将高速公路作为底层资产发行 REITs 在短期内可实现运营类资产的盘活, 有助于改善利润率、资产负债率、净资产收益率、自由现金流等财务指标, 实现资金回流和资产结构优化; 长期来看, 构建“投资-建设-运营-出售”运作模式有助于盘活存量资产, 并提供了新的融资渠道。公司首单 REITs 发行提供了优质范例。

图40: 华夏中国交建 REIT 基本架构



数据来源: 基金募集说明书, 东吴证券研究所

表5: 华夏中国交建 REIT 关键要素说明

项目	说明	
基金管理人	华夏基金管理有限公司	
原始权益人	中交投资、中交二航局、中交二公院	
底层资产	嘉通高速公路的收费公路权益	
运营管理机构	中交投资及其子公司	
项目情况	项目名称	武汉至深圳高速公路嘉鱼至通城段项目
	所在位置	湖北咸宁市
	资产类型	高速公路（特许经营权）
	资产区位	起于湖北省咸宁市嘉鱼县，止于咸宁市通城县，途经赤壁市、崇阳县等地
	建设规格	北段双向六车道，南段双向四车道
	剩余经营年限	南段(赤壁南互通至通城西互通):24.12年，至2046年2月5日 北段(嘉鱼至赤壁南互通):24.67年，至2046年8月27日
	公路全长	90.975公里
	资产估值	约98.32亿
基金类型	契约型、封闭式证券投资基金	
募集规划	10亿份，其中战略投资者占75%	
发售价格	9.399元	
基金期限	基金期限封闭期40年	
外部借款	13亿元	

数据来源：基金募集说明书，东吴证券研究所

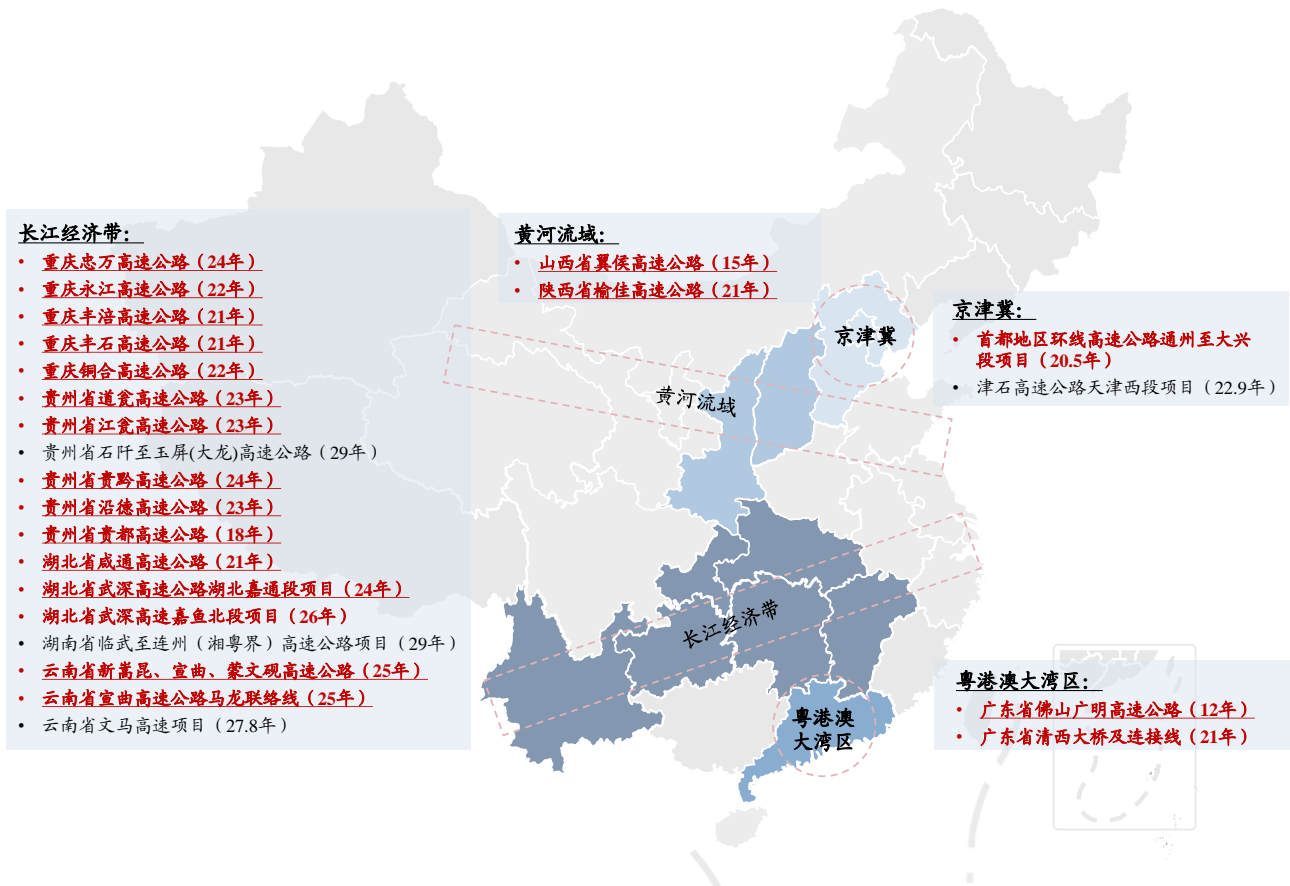
**优质高速公路资产沉淀可观体量，未来将为公司提供扩募支撑。**截至2022年底，公司在手共有24个已进入运营期的高速公路项目和8个在建的高速公路项目，进入运营期的项目多数位于长江经济带、黄河流域、京津冀、粤港澳大湾区等958号文附件中明确的REITs重点支持区位，且已有20个项目运营期达到5年以上，利润和现金流有望趋于稳定；根据华夏中交REIT募集说明书，华夏中交REIT将是中国交建在高速公路领域唯一的资产上市平台，后续公司拟发行REITs的高速公路资产将通过扩募的方式纳入华夏中交REIT；随着我国REITs试点逐渐成熟、条件陆续放宽，在手的高速公路项目后续都有可能成为公司扩募的底层资产，公司可借助华夏中交REIT平台对旗下高速公路资产进行管理运作，实现资产由重转轻，投融资良性循环。

表6: 截至2022年底公司特许经营权在建项目（不含参股）

序号	项目名称	按股比确认 合同额 (亿元)	2022年投 入金额 (亿元)	累计投入 金额 (亿元)
1	广西省全州至容县公路（平南至容县段）PPP项目	127.55	0.36	0.36
2	首都地区环线高速公路（G95）承德（李家营）至平谷（冀京界）段项目	114.53	27.4	41.54
3	贵州省德江至余庆高速公路项目	93.88	7.75	66.83
4	广西省全州—容县公路（平乐至昭平段）项目	91.92	3.94	4.24
5	重庆渝武高速公路扩能项目	90.80	24.19	44.06
6	甘肃省G1816乌海至玛沁高速公路合作至赛尔龙（甘青界）段PPP项目	85.81	0.02	0.02
7	重庆江沪北线高速公路	84.98	26.11	52.95
8	重庆铜安高速公路	60.47	20.91	37.72

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图41: 公司进入运营期项目多数位于 958 号文附件中明确的 REITs 重点支持区位



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

备注: 图中标注的年份为项目剩余运营期; 标红项目运营期已超过 5 年

## 4. 共建“一带一路”加速推进, 公司海外经营有望复苏

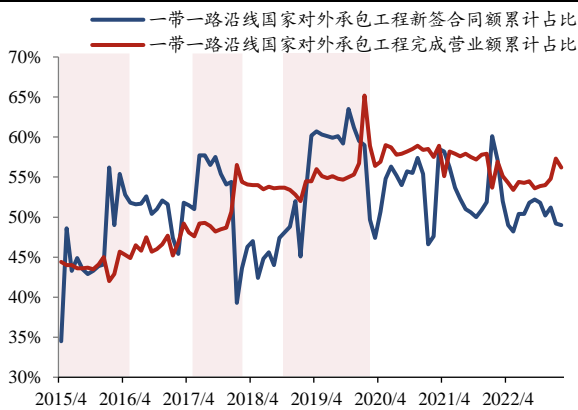
### 4.1. “一带一路”十周年再起航, 国际工程将大有可为

“一带一路”倡议提出十周年, 重点领域成果显著。“一带一路”倡议于 2013 年提出, 旨在依托中国与相关国家既有的双边及多边机制, 积极发展与沿线国家的经济合作伙伴关系, 在基建、能源、交运、贸易等重点经济领域开展深度合作。二十大提出共建“一带一路”高质量发展, 进一步深化基础设施互联互通建设, 开展更大范围、更高水平、更深层次的合作; 2023 年是共建“一带一路”倡议提出十周年, 过去 10 年我国与 151 个国家、32 个国际组织签署 200 余份共建“一带一路”合作文件, 与沿线国家进出口年均增长 8.6%, 双向投资不断迈上新台阶。2023 年 3 月 10 日, 中国、沙特、伊朗于北京发表三方联合声明, 达成包括同意恢复双方外交关系、在至多两个月内重开双方使馆和代表机构、强调尊重各国主权、不干涉别国内政等多项共识, 是中国在“一带一路”沿线推动构建以合作共赢为核心的新型国际关系的重大成果。

“一带一路”政策驱动带动我国与沿线国家基建合作明显增加, 建筑央企和国际工程企业有望受益。此前在 2015 年 3 月“一带一路”顶层规划设计《推动共建丝绸之路

经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》出台、2017 年 5 月第一届峰会召开、2018 年 8 月第二届峰会召开后，我国的海外工程项目中与“一带一路”沿线国家的合作占比、“一带一路”沿线国家的新签合同额规模均出现显著高增，进一步带来完成营业额增速滞后 0.5~1 年出现高峰，总体来看“一带一路”重要事件能够带动我国对沿线国家的投资，并且由于沿线国家多为发展中国家，对基础设施建设投资具有旺盛需求。八大建筑央企和四大国际工程企业承担了我国对外项目合作建设的大部分业务，预计在今年“一带一路”峰会召开催化下，我国与沿线国家合作将会迎来又一次高峰，建筑央企和国际工程企业有望充分受益。

图42: “一带一路”推动沿线国家工程合作占比提升



数据来源: 商务部, Wind, 东吴证券研究所

图43: “一带一路”推动沿线国家工程合作规模提升



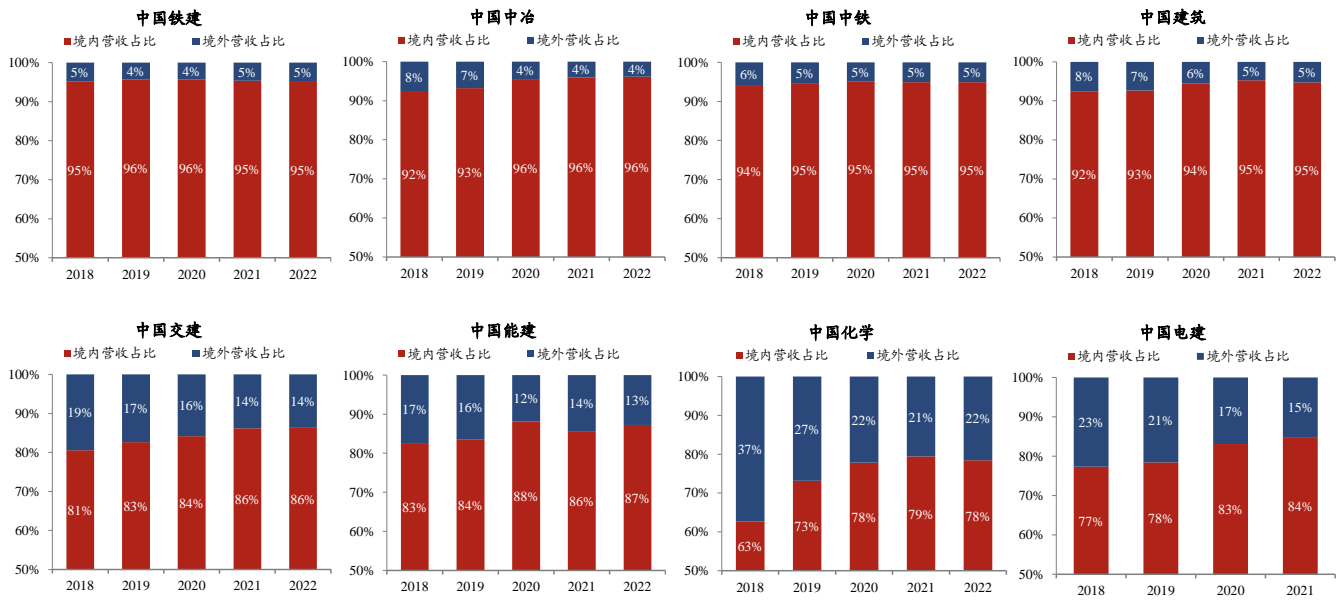
数据来源: 商务部, Wind, 东吴证券研究所

#### 4.2. 公司通过属地化管理扎根海外市场，境外工程有望加速复苏

公司积极响应国家号召，践行“海外优先”战略，为建筑央企“走出去”排头兵。21 世纪初中央首次把“走出去”战略上升到“关系我国发展全局和前途的重大战略之举”的高度，“一带一路”倡议提出后我国对外投资合作进入“以‘一带一路’建设为重点，坚持‘引进来’和‘走出去’并重”的新时代。公司 2006 年先人一步提出“大公司、大海外”战略，2010 年形成五大洲 70 个国家市场布局，此后在“五商中交”完全对接海外市场的基础上构建起以海外事业部为统领、以中国港湾和中国路桥为平台、以专业公司和驻外机构为支撑的“一体两翼”国际化经营体系，抓住“高访”助推项目、高端对接运作项目、紧跟“一带一路”倡议等国家战略策划项目；根据公司年报，截至 2022 年底公司业务足迹遍布 139 个国家和地区，业务范围涵盖建筑、港口、路桥、铁路、环保、城市建设等，2021 年公司境外营收 948 亿元，绝对规模为八大建筑央企之首，2022 年实现境外营收 987 亿元，境外营收占比多年达到 10% 以上，在八大建筑央企中位居前列。



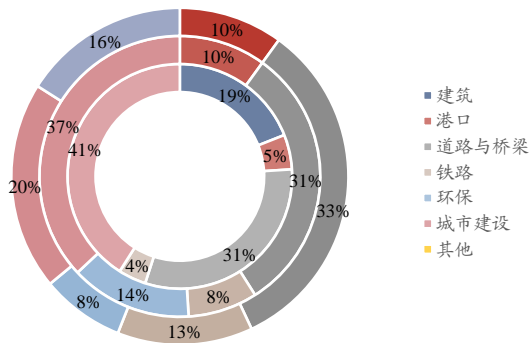
图44: 公司境外营收占比多年达到 10%以上, 在八大建筑央企中位居前列



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

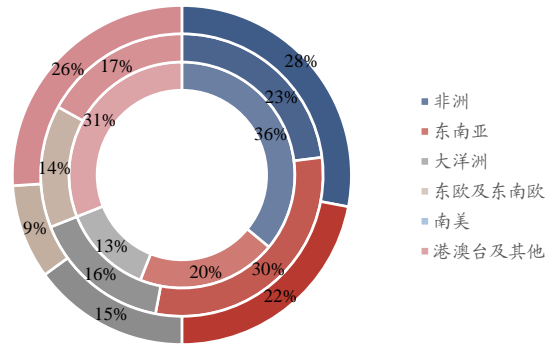
备注: 中国电建 2022 年年报未披露

图45: 公司海外工程分项目类型占比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图46: 公司海外工程分地区占比

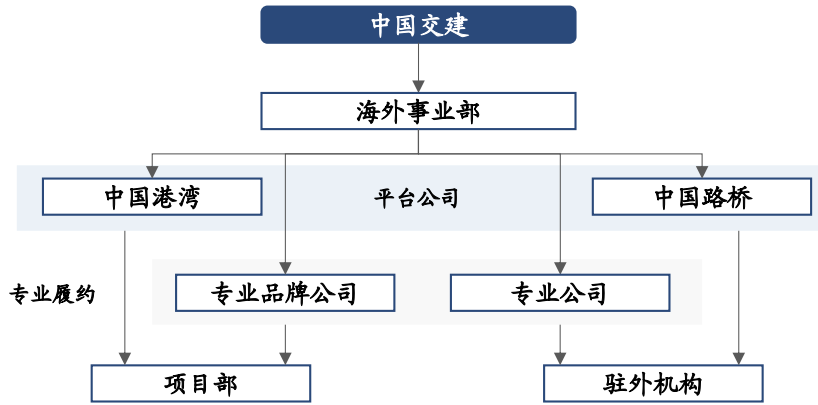


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司积极通过属地化用人、属地化管理、兼并收购方式强化属地化经营。属地化用人方面, 公司采取人才本土化、属地化、区域化对策, 尽量将地区人才为公司所用, 积累了大量的国际化人才资源; 属地化管理方面, 公司通盘考虑国外国内两种资源两个市场, 出海子公司建立健全海外管理制度, 完善海外管理机制, 建立海外合规风险管理体系, 根据当地的标准规范要求实施完成多个项目, 例如俄罗斯布朗克航道与港池疏浚工程就是完全按照当地的建筑规范进行建造, 在国际知名咨工的严格监理下实施, 打破了西方公司长期垄断欧洲疏浚市场的局面; 兼并收购方面, 公司通过并购 JohnHolland 实现了对澳洲高端市场的实质性进入, 中标澳大利亚维多利亚州西门隧道工程等项目; 通过中交美国公司的增资改造, 提高对北美高端市场的布局能力; 通过对巴西第一大工程设计咨询公司 Concremat 的收购交割, 中标多米尼加共和国蒙特格兰德大坝施工监理等项目, 打开坚守难破的南美市场等。

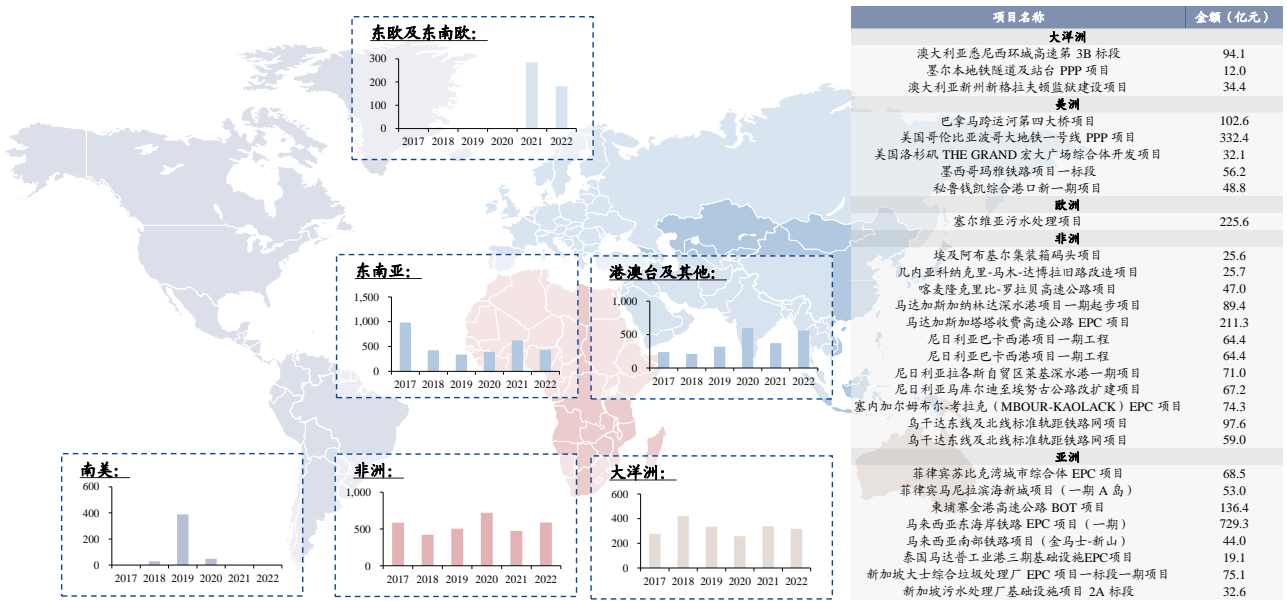
2016年以来，公司成功实施意大利威尼斯离岸深水港一期设计项目、巴拿马运河第四大桥项目、新加坡大士污水处理厂项目、孟加拉“国父隧道”项目等；2022年公司基建建设业务海外工程板块实现新签合同额2086.4亿元，其中非洲、东南亚、大洋洲、东欧及东南欧、港澳台及其他地区占比分别为28%、22%、15%、9%、26%。

图47：中国交建“一体两翼”海外组织架构



数据来源：《大型建筑企业海外业务组织特点》，东吴证券研究所

图48：公司基建建设业务境外合同额及2016年以来重要订单情况



数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

公司开年以来积极参与外事活动，有望充分把握“一带一路”十周年机遇。2023开年以来公司高管积极参与外事活动，已与菲律宾、柬埔寨、葡萄牙、吉尔吉斯斯坦、马来西亚、科特迪瓦等多国领导人进行会谈，公司将积极落实我国与各国之间在基础设施建设领域达成的重要共识，与各国深化合作关系、拓宽合作领域，做大做强全球市场；2月27日公司在京举行驻华使节“步入中交”活动，来自110个驻华使馆和国际组织驻华代表机构的111人参与交流，为公司今年整体推进国际业务的发展打下了很好的基础。公司有望充分受益于“一带一路”十周年带来的发展机遇，进一步提升公司的境外订单

量，推进国际化业务走上新的台阶。

表7: 2023年以来公司参与的重要外事活动

时间	事件	内容
2023年1月	集团主要领导人拜会菲律宾总统马科斯	<p>菲律宾政府欢迎中交集团积极参与<b>菲基础设施建设、大城市综合治理、城市固废和流域治理等项目，助推菲律宾绿色可持续发展和可再生能源发展</b>。菲律宾政府也将督促有关部门加强与中交集团在<b>农业等领域的合作</b>，进一步深化中菲互利合作，造福两国人民。</p> <p>中交集团耕耘菲律宾市场已有30多年，建设的中国援菲律宾马尼拉比诺多-因特拉穆罗斯大桥和埃斯特雷利亚-潘塔莱翁桥已顺利移交，达沃-萨马尔岛大桥已正式启动实施，还在积极推动苏比克-克拉克铁路及南北港大桥项目。中交集团<b>将认真落实两国元首在基建、能源、农业领域达成的重要共识，充分发挥自身大交通、大城市领域全产业链优势，持续深化共建“一带一路”倡议，积极对接菲方“多建好建”规划，提供绿色低碳、可持续的大城市综合治理方案</b>，为中菲经贸关系发展作出新的更大贡献。</p>
2023年2月	集团主要领导人拜会柬埔寨首相洪森	<p>柬埔寨将继续坚持既定发展政策，积极对接中国“一带一路”倡议，进一步加大大陆路、铁路、水运等<b>互联互通基础设施建设</b>，并向着高标准、高质量方向发展。柬埔寨欢迎中交集团继续在柬开展<b>更广泛业务领域的合作</b>，更好助力柬埔寨经济社会建设，推动中柬经贸关系发展。</p> <p>中交集团始终把柬埔寨作为重点合作市场和资源投放优先国别，中交集团所属中国路桥在柬扎根经营超过20年，修建了2200多公里的道路，建设了金港高速公路等一批优质工程。中交集团将坚决落实两国领导人达成的重要共识，充分发挥自身在大交通、大城市、江河湖海等领域的综合优势，<b>全力落实“一带一路”倡议和柬埔寨“四角战略”，继续加大对柬埔寨公路、铁路、水利、电力、能源等领域项目的投入</b>，广泛开展人文交流，积极履行社会责任，为中柬命运共同体建设作出新的贡献。</p>
2023年2月	集团主要领导人会见葡萄牙驻华大使纳西门托	<p>纳西门托对中交集团入股莫塔公司后取得的成就给予高度肯定。希望中交集团与葡萄牙企业围绕<b>绿色低碳、新能源合作、数字化转型等方面</b>开展更丰富的经贸合作与探索，实现双方共赢发展。中交集团将继续坚持合作共赢，践行构建人类命运共同体理念，<b>充分发挥莫塔公司独特的国际化平台优势，做强做大全球市场。</b></p>
2023年2月	111位驻华使节和国际组织代表“步入中交”	<p>由外交部主办的驻华使节“步入中交”活动在京举行。<b>来自110个驻华使馆和国际组织驻华代表机构的111人出席本次活动，其中包括20位驻华大使、7位临时代办和1位国际组织驻华代表。</b>王彤宙指出，中交集团的愿景是“让世界更畅通、让城市更宜居、让生活更美好”，愿与世界各国携手共商，扣紧合作纽带，<b>围绕“一带一路”沿线及“六廊六路多国多港”等重点</b>，以共商求共识，以合作谋共赢，深化合作关系，拓宽合作领域，提高综合一体化服务能力，促进共同发展。</p>
2023年3月	陈重拜会吉尔吉斯斯坦总统扎帕罗夫	<p>吉方表示，中交集团为吉尔吉斯斯坦人民修建了众多的桥梁、道路等基础设施项目，为中吉两国友好关系发展发挥了积极作用。近年来，吉尔吉斯斯坦经济发展势头良好，市场前景广阔，欢迎中交集团继续发挥自身优势，积极参与<b>吉尔吉斯斯坦公路、铁路、水电等领域基础设施投资建设</b>，不断深化吉中合作，造福更多吉尔吉斯斯坦人民。</p> <p>中交集团服务吉尔吉斯基建市场已有20余年，致力于为吉交通互联互通和经济社会发展作贡献。中交集团将<b>充分发挥全产业链优势，在基础设施、城市规划、水利电力等领域与吉方深化合作，共建“一带一路”</b>，为中吉两国友谊添砖加瓦。</p>
2023年3月	集团主要领导人拜会马来西亚总理安瓦尔	<p>安瓦尔对中交集团一直以来深耕马来西亚取得的发展成就表示赞赏。他表示，中交集团深度参与马来西亚的交通基础设施建设和城市综合开发，目前在建的东海岸铁路项目将极大促进马来西亚东部地区发展，也是马中两国合作互信的重要见证，为马中友好发展发挥了重要作用。近年来，马来西亚经济发展势头良好，市场前景广阔，欢迎中交集团继续发挥自身优势，<b>积极参与马来西亚基础设施领域投资建设</b>，不断深化马中合作，造福更多马来西亚人民。</p> <p>中交集团深耕马来西亚30余年，打造了一批标志性项目。尤其是今年3月，安瓦尔总理出席了吉隆坡地铁二号线通车仪式，给予了中交集团极大的支持与鼓励。未来，中交集团将继续发挥全产业链优势，<b>在基础设施、城市规划、水利电力等领域与马方深化合作，共建“一带一路”</b>，持续为马来西亚经济社会发展贡献中交智慧和力量。</p>
2023年3月	集团主要领导人拜会科特迪瓦总理阿希	<p>阿希感谢中交集团多年来对科特迪瓦基础设施建设提供的大力支持，对中交集团取得的成就表示赞赏。他表示，中交集团是全球领先的基础设施综合服务商，在建的铁布高速、奥迪内-马里几内亚边境道路以及科科迪大桥克服疫情期间的重重困难，扎实推进，为推进项目保质保量按时完工作出了积极贡献。科特迪瓦将积极参与共建“一带一路”，希望与中交集团持续深化和拓展在<b>基建、绿色发展等领域的合作</b>，助力科中两国经贸关系深入发展。</p> <p>中交集团植根科特迪瓦市场已有40多年，打造了一批标志性项目。中交集团将以中科两国建交40周年为契机，充分发挥全产业链优势，<b>围绕持续深化基础设施领域合作、大力推进城市综合治理、深度参与科特迪瓦工业化进程等方面开展业务，为科特迪瓦经济发展提供一揽子解决方案和一体化服务</b>，为构建高水平中非命运共同体作出新的贡献。</p>
2023年4月	集团主要领导人参加博鳌亚洲论坛2023年年会开幕式并参加分论坛交流	<p>王彤宙指出，作为国资央企，中交集团积极响应习近平总书记号召，坚定拥护、践行、推动高质量共建“一带一路”，将持续推动理念升级、模式升级、绿色升级、安全升级。进入新发展阶段，<b>中交集团整体推进从“业务国际化”到“公司国际化”升维，厚植全球竞争新优势。“国际化”不仅是业务“走出去”，也不限于海外部门做海外，全员全系统都要在思想观念、管控体系、发展战略上实现全方位、多维度、深层次的国际化，要遵循国际市场的供求关系和价值规律，全球配置资源，实现规划、标准、技术的国际化。</b></p>

2023年4月  
刘翔出席金砖  
国家人文交流  
论坛

近年来，中交集团深入践行“一带一路”倡议，深度参与金砖国家互联互通，坚持围绕“共创美好生活、共担社会责任、共促文明交融”三个主题，以文明交流互鉴促进民心相通，为构建人类命运共同体贡献中交力量。

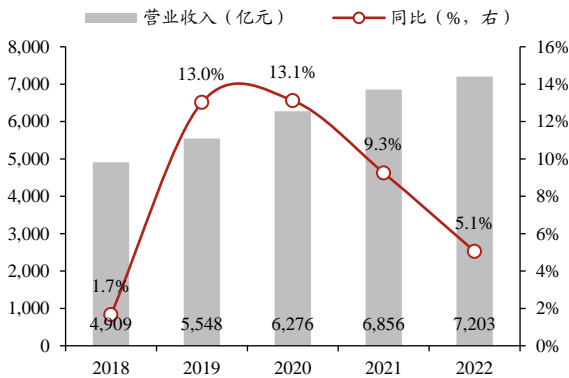
数据来源：公司公众号，东吴证券研究所

## 5. 国企改革引领高质量发展，股权激励彰显增长信心

### 5.1. 新一轮国企改革将推动公司经营质量与资本结构实现优化

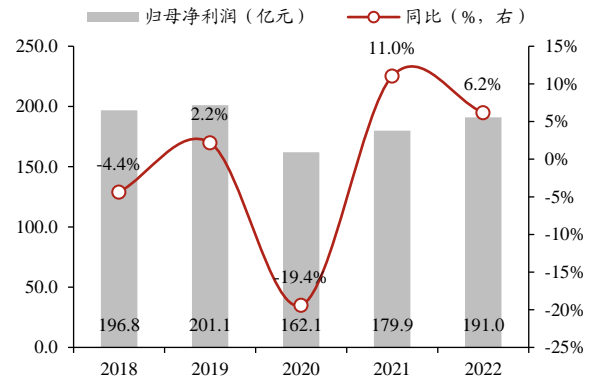
公司营业收入稳健增长，利润水平修复。公司业务围绕“大交通”、“大城市”，业务范围包括国内及全球港口、航道，吹填造地，流域治理、道路与桥梁、铁路、水利水电、城市轨道交通、市政基础设施、建筑及环保等相关项目的投资、设计、建设、运营和管理，具体包括港口建设、路桥建设、城市建设、海外工程建设等基建工程建设以及基建设计、疏浚业务等。2022年公司实现营收7203亿元，同比+5.1%，连续5年保持正增长，实现归母净利润191亿元，同比+6.2%，绝对规模已回升至接近2019年水平。

图49：公司 2018-2022 年营业收入及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图50：公司 2018-2022 年归母净利润及同比增速



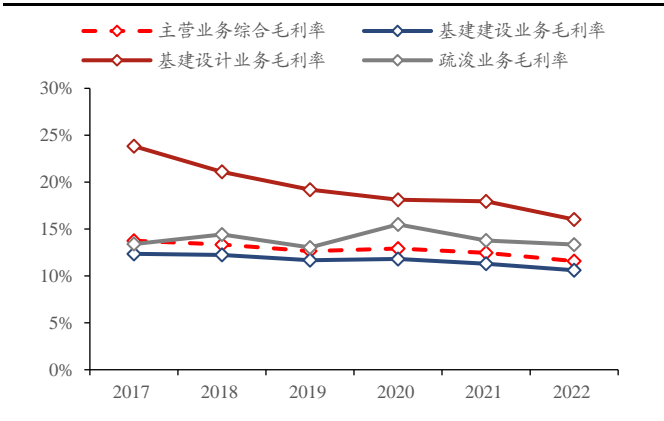
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司主营业务综合毛利率水平略有下降，其中基建建设、疏浚业务略下滑，基建设计业务下降显著，有望受益于设计板块重组实现回升。公司2022年主营业务整体毛利率水平为11.6%，较2021年下降0.9个百分点；其中基建建设业务毛利率为10.6%，较2021年下降0.7个百分点，疏浚业务毛利率为13.3%，较2021年下降0.4个百分点，近年来这两类业务毛利率稳中略有下滑，主要是受到基建业务原材料价格上涨、城市建设比重上升导致低毛利的房建项目增多、疏浚业务中近年新增的环保业务毛利水平偏低的影响；基建设计业务毛利率水平近年来下降明显，由2017年的23.8%降至2022年的16.0%，主要是受到中低端参与者增多、市场竞争加剧的影响，随着公司3家效益较好设计院分拆上市、打造“中交设计”品牌、聚焦高端的专业设计，公司基建设计业务毛利率有望实现改善，拉动毛利率整体回升。

公司期间费用率整体呈下降趋势，研发费率水平稳定。公司2022年期间费用率为6.1%，较2021年下降1.2pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为0.3%/2.7%/0.2%/-0.2%，较2021年分别变动+0.1/-0.1/-0.1/-1.1pct。公司管理费用率由2018年的4.3%降至

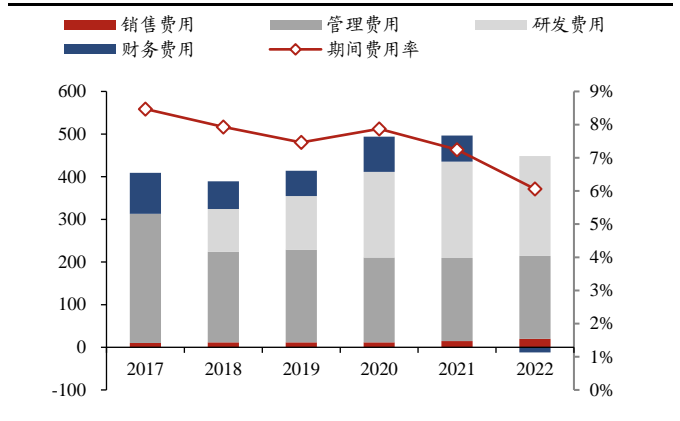
2022 年的 2.7%，费用水平有所改善；公司积极参与国家重点项目，并推动绿色转型，研发费用率 2020 年以来稳定在 3%左右的水平。

图51: 公司分业务毛利率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

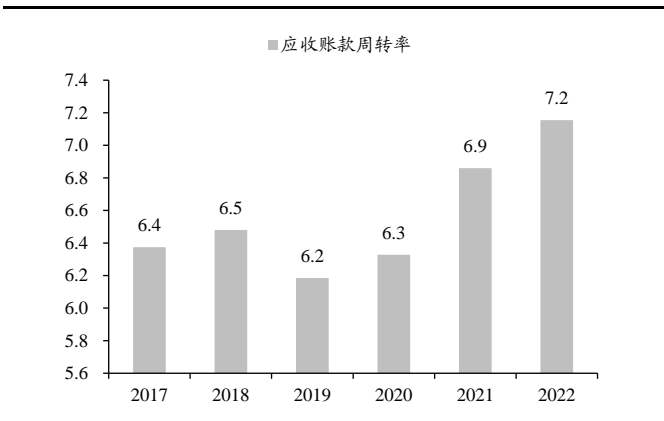
图52: 公司期间费用情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

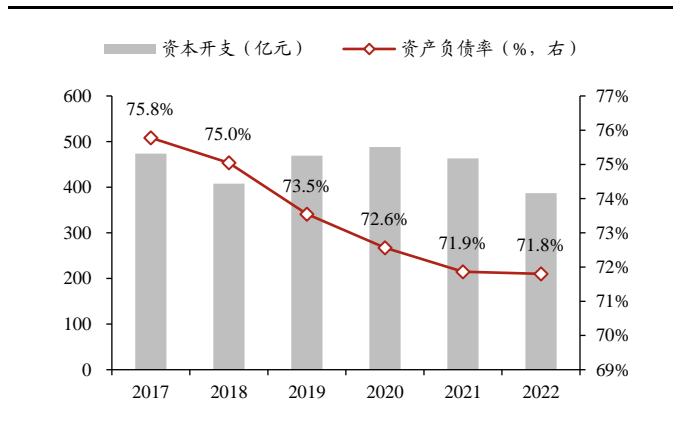
公司营运能力明显向好，资本开支速度有所放缓，资产负债率逐年优化。截至 2022 年底公司应收账款规模为 1067.4 亿元，2022 年应收账款周转率为 7.2，已连续 3 年实现提升，2022 年公司加大现汇项目规模，回款速度加快，项目资产不断优化，营运水平显著向好；2022 年公司资本开支为 387.0 亿元，同比下滑 16.4%，主要是受到基建建设资本开支减少所致，进一步来看受到公司出于做强投资的考虑，对特许经营项目新签从严提出更高要求，用于 BOT 类的特许经营项目的资本性支出由 432 亿元缩减至 354 亿元；公司资本结构逐渐优化，截至 2022 年底公司资产负债率为 71.8%，较 2017 年下降 4 个百分点。

图53: 公司应收账款周转率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

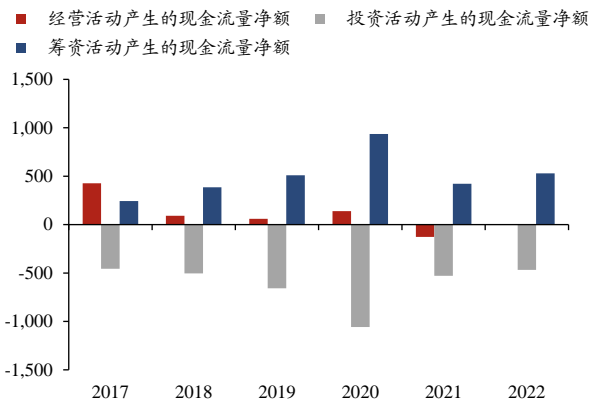
图54: 公司资本开支与资产负债率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

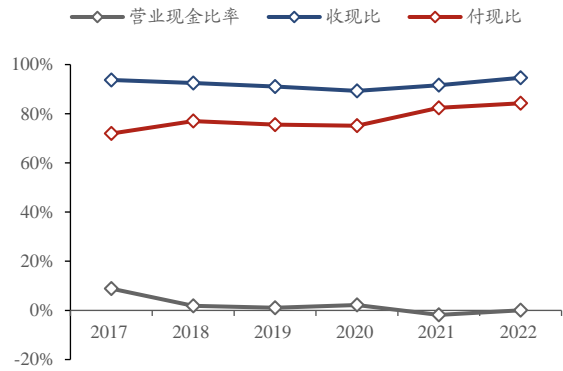
公司现汇项目规模增加以及对业务收付款加强管理，现金流明显改善。公司加强应收款项催收工作，做强现汇业务，将现金流指标纳入管控范围，2022 年实现经营活动净现金流 4.42 亿元，实现由负转正，收现比达到 94.6%；此外，公司投资性现金流净流出额连续 3 年下降，也体现了公司强化投资管理的举措卓有成效，长周期基础设施投资项目支出逐年减少。

图55: 公司经营、投资、筹资产生的现金净流量(亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图56: 公司营业现金比率、收现比、付现比情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2023年国务院国资委开始试行“一利五率”指标体系,提升净资产收益率和现金流考核权重,总体目标定为“一增一稳四提升”。为推动中央企业加快实现高质量发展,国资委探索建立了中央企业经营指标体系,2023年国资委在总结近几年工作成效基础上,结合国资央企新时代新征程新使命,对中央企业经营指标体系进行了优化调整,将“两利四率”调整为“一利五率”,总体目标定为“一增一稳四提升”:“一增”是指利润总额增速要高于国民经济增速;“一稳”是将“资产负债率控制在65%以下”调整为“稳定在65%左右”,国资委下一步对负债率管控将坚持“有保有压,总体稳定”原则,对处于战略投入期且本身负债率较低、风险可控的企业可以允许负债率适度合理上升,但对负债率高于警戒线和管控线,且投资方向不符合主业实业要求、投资管理水平较差的企业还要坚定不移压降负债率;“四提升”是指净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率要实现进一步提升。随着“一利五率”对净资产收益率、营业现金比率考核权重的加强,公司相关战略有望发力增效,利好经营质量和效率进一步提升。

图57: 国企改革经营指标考核体系变迁

2019年 两利一率	2020年 两利三率	2021年两利四率 2022年两增一控三提高	2023年一利五率 一增一稳四提升
净利润	净利润	净利润	利润总额
利润总额	利润总额	利润总额	资产负债率
资产负债率	资产负债率	资产负债率	研发经费投入强度
	+ 营业收入利润率	营业收入利润率	全员劳动生产率
	+ 研发经费投入强度	研发经费投入强度	+ 净资产收益率
		+ 全员劳动生产率	+ 营业现金比率
			- 净利润
			- 营业收入利润率

**两利四率, 两增一控三提高**

**含义:**

- 两增: 利润总额和净利润增速高于全国GDP增速
- 一控: 资产负债率控制在65%以下
- 三提高: 营业收入利润率、全员劳动生产率、研发经费投入强度进一步提高

**说明:**

用净资产收益率替换净利润指标

- 利润总额包含净利润和上缴税费,能直观反映为社会创造的价值。
- 利润总额也是劳动生产总值的重要组成部分,可以直接体现对GDP的贡献。
- 净资产收益率能够衡量企业权益资本的投入产出效率,反映企业为股东创造价值的能力;体现了国资委履行保障出资人权益、防止国有资产损失的法定职责;体现了对中央企业资本回报质量的要求,符合以“管资本”为主的监管导向;引导中央企业更加注重投入产出效率。

用营业现金比率替换营业收入利润率指标

- 营业现金比率的分子为经营活动产生的现金流量净额。
- 营业现金比率与净资产收益率的结合,实现了财务三张主表的紧密耦合,体现了资产负债表、损益表现与现金流量表现的统一融合。
- 体现国资委“要有利润的收入和要有现金的利润”的监管要求。

将“资产负债率控制在65%以下”调整为“稳定在65%左右”

- 主要考虑当前既要保持中央企业稳健的财务结构,又要支持企业在经济复苏中加快结构调整,加大战略性投资力度,为转型发展提供必要的融资支持。
- 坚持“有保有压,总体稳定”原则

**一利五率, 一增一稳四提升**

**含义:**

- 一增: 利润总额增速高于全国GDP增速
- 一稳: 资产负债率稳定在65%左右
- 四提升: 净资产收益率、全员劳动生产率、研发经费投入强度和营业现金比率实现进一步提升

数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

表8: 中国交建“一利五率”指标情况

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
利润总额增速	19.5%	-4.2%	5.0%	-4.3%	12.9%	7.7%
营业现金比率	8.9%	1.9%	1.1%	2.2%	-1.8%	0.1%
净资产收益率	12.1%	10.4%	9.4%	6.8%	7.1%	7.0%
全员劳动生产率(万元)	413	361	446	471	501	528
资产负债率	75.8%	75.0%	73.5%	72.6%	71.9%	71.8%
研发经费投入强度	1.8%	2.1%	2.3%	3.2%	3.3%	3.3%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 5.2. 股权激励锚定业绩目标, 彰显公司长期发展信心

公司 2022 年 12 月 16 日发布股权激励方案, 锚定业绩目标。公司此次股权激励计划首次授予对象包括副总裁、财务总监、董秘以及不超过 665 名中层管理人员和核心骨干员工, 授予价格为 5.33 元/股, 激励总数占公告日总股本 0.72%。从业绩解锁条件来看, 除完成国资委 EVA 考核目标外, 2023-2025 年公司较 2021 年净利润 CAGR 要求不低于 8%/8.5%/9%, 加权平均 ROE 要求不低于 7.7%/7.9%/8.2%, 且均要求不低于对标企业 75 分位值或同行业平均水平。此次为公司上市后首次实施限制性股票激励, 不仅能够绑定高管、骨干的利益, 且对未来 ROE、净利润增速等业绩目标呈逐年提升趋势, 彰显出公司对于长期高质量发展的强大信心。

表9: 公司股权激励方案

项目	内容																								
预案公告日	2022 年 12 月 16 日																								
授予价格	5.33 元/股																								
激励总数/公告日总股本	0.72%																								
激励对象及数量	<table border="1"> <thead> <tr> <th>激励对象</th> <th>职位</th> <th>获授数量</th> <th>占限制性股票总数比例</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>朱宏标</td> <td>财务总监</td> <td>35 万股</td> <td>0.30%</td> </tr> <tr> <td>杨志超</td> <td>副总裁</td> <td>35 万股</td> <td>0.30%</td> </tr> <tr> <td>周长江</td> <td>董秘</td> <td>30 万股</td> <td>0.26%</td> </tr> <tr> <td colspan="2">中层管理人员和核心骨干员工 (不超过 665 人)</td> <td>9840 万股</td> <td>84.10%</td> </tr> <tr> <td colspan="2">预留</td> <td>1760 万股</td> <td>15.04%</td> </tr> </tbody> </table>	激励对象	职位	获授数量	占限制性股票总数比例	朱宏标	财务总监	35 万股	0.30%	杨志超	副总裁	35 万股	0.30%	周长江	董秘	30 万股	0.26%	中层管理人员和核心骨干员工 (不超过 665 人)		9840 万股	84.10%	预留		1760 万股	15.04%
	激励对象	职位	获授数量	占限制性股票总数比例																					
	朱宏标	财务总监	35 万股	0.30%																					
	杨志超	副总裁	35 万股	0.30%																					
	周长江	董秘	30 万股	0.26%																					
中层管理人员和核心骨干员工 (不超过 665 人)		9840 万股	84.10%																						
预留		1760 万股	15.04%																						
业绩解锁条件	<b>第一个解除限售期:</b> 1.以 2021 年业绩为基数, 2023 年净利润 CAGR 不低于 8%, 且不低于对标企业 75 分位值或同行业平均水平; 2.2023 年加权平均净资产收益率不低于 7.7%, 且不低于对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平; 3.2023 年完成国务院国资委经济增加值(EVA)考核目标。																								
	<b>第二个解除限售期:</b> 1.以 2021 年业绩为基数, 2024 年净利润 CAGR 不低于 8.5%, 且不低于对标企业 75 分位值或同行业平均水平; 2.2024 年加权平均净资产收益率不低于 7.9%, 且不低于对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平; 3.2024 年完成国务院国资委经济增加值(EVA)考核目标。																								
	<b>第三个解除限售期:</b> 1.以 2021 年业绩为基数, 2025 年净利润 CAGR 不低于 9%, 且不低于对标企业 75 分位值或同行业平均水平; 2.2025 年加权平均净资产收益率不低于 8.2%, 且不低于对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平; 3.2025 年完成国务院国资委经济增加值(EVA)考核目标。																								

对标企业

中国建筑、中国电建、中国能建、中国铁建、中国中铁、中国化学、中国中冶、上海建工、中工国际、北新路桥、中化岩土、成都路桥、空港股份、龙元建设、浦东建设、中铝国际、新疆交建、隧道股份、诚邦股份、正平股份、上海港湾、交建股份、浙江交科、中船科技、新创建集团、上海基建集团

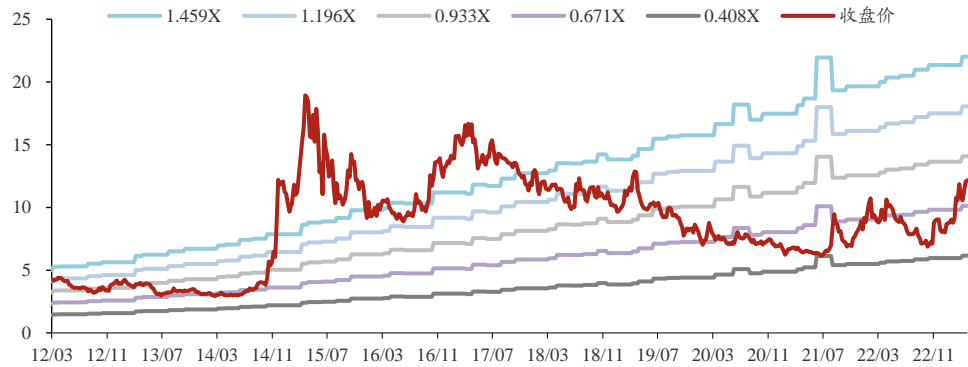
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 6. 盈利预测与投资建议

### 6.1. 公司估值仍有进一步提升空间

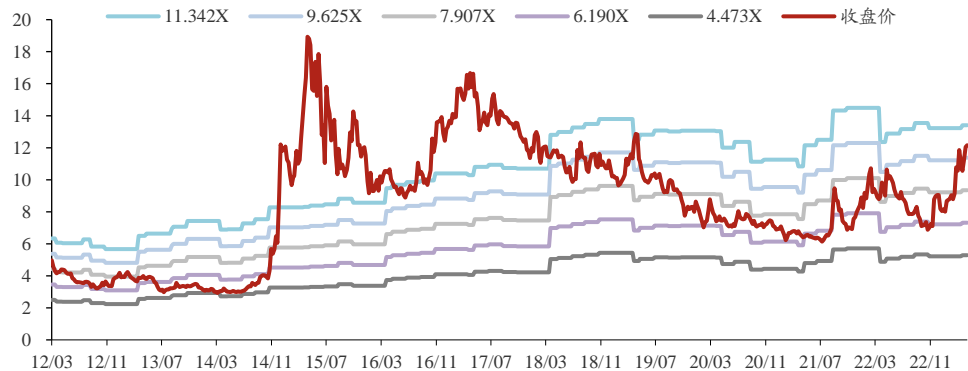
公司当前市净率处于历史估值中枢之下，4月21日收盘价对应PB-LF为0.81倍，处于历史区间25-30%分位左右。证监会提出探索建立具有中国特色的估值体系，上交所明确新一轮央企综合服务相关安排，有望推动央企估值回归；当前稳增长主线清晰，基建市政链条景气高位，“一带一路”相关政治、经济政策落地将提振建筑公司海外业务成长预期，国企改革加速推进，看好公司估值持续修复机会。

图58：中国交建PB-Band（截至2023年4月21日）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图59：中国交建PE-Band（截至2023年4月21日）



数据来源：Wind，东吴证券研究所



图60: 沪深300、一带一路指数、SW国际工程板块、八大央企 PE (TTM) (截至 2023 年 3 月 31 日)



数据来源: Wind, 中国政府网, 东吴证券研究所

## 6.2. 盈利预测与投资建议

根据公司目前在手订单及行业情况, 我们预测公司 2023-2025 年营业收入分别为 7789/8750/9679 亿元, 分别同比+13.6%/+12.3%/+10.6%, 其中基建建设业务营业收入分别为 6864/7687/8456 亿元, 基建设计业务营业收入分别为 547/602/662 亿元, 疏浚业务营业收入分别为 493/562/640 亿元; 我们预测公司主营业务毛利率在行业景气提升、公司部分业务高端化转型带动下有望稳中有升, 期间费用率将保持稳定水平, 2023-2025 年对应归母净利润分别为 215/236/259 亿元。

表10: 公司收入端与毛利端预测表

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入 (亿元)</b>	<b>6,856</b>	<b>7,203</b>	<b>7,789</b>	<b>8,750</b>	<b>9,679</b>
yoy	9.3%	5.1%	13.6%	12.3%	10.6%
毛利率	12.5%	11.6%	13.1%	13.0%	13.0%
<b>分业务:</b>					
<b>基建建设 (亿元)</b>	6,074	6,327	6,864	7,687	8,456
yoy	8.5%	4.2%	13.0%	12.0%	10.0%
毛利率	11.3%	10.6%	12.0%	12.0%	12.0%
<b>基建设计 (亿元)</b>	476	482	547	602	662
yoy	19.0%	1.3%	15.0%	10.0%	10.0%
毛利率	18.0%	16.0%	18.0%	17.0%	17.0%
<b>疏浚业务 (亿元)</b>	429	509	493	562	640
yoy	12.1%	18.9%	15.0%	14.0%	14.0%
毛利率	13.8%	13.3%	13.3%	13.3%	13.3%
<b>其他主营业务 (亿元)</b>	145	181	181	227	283
yoy	24.6%	25.1%	25.0%	25.0%	25.0%
毛利率	7.2%	7.1%	7.2%	7.2%	7.2%
<b>其他业务 (亿元)</b>	42	44	44	46	48
yoy	3.0%	6.2%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	21.6%	21.7%	21.7%	21.7%	21.7%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表11: 公司盈利预测简表

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (亿元)	6,856	7,203	7,789	8,750	9,679
yoy	9.3%	5.1%	13.6%	12.3%	10.6%
营业成本 (亿元)	5,998	6,364	6,770	7,615	8,425
毛利额 (亿元)	858	839	1,019	1,135	1,254
毛利率	12.5%	11.6%	13.1%	13.0%	13.0%
销售费用 (亿元)	15	20	23	26	29
销售费用率	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用 (亿元)	195	194	218	245	271
管理费用率	2.8%	2.7%	2.8%	2.8%	2.8%
研发费用 (亿元)	226	234	249	280	310
研发费用率	3.3%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
财务费用 (亿元)	61	-12	78	88	97
财务费用率	0.9%	-0.2%	1.0%	1.0%	1.0%
净利润 (亿元)	235	247	278	305	336
销售净利率	3.4%	3.4%	3.6%	3.5%	3.5%
归母净利润 (亿元)	180	191	215	236	259
归母净利率	2.6%	2.7%	2.8%	2.7%	2.7%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

我们选取八大建筑央企中的其余七家作为可比公司,公司4月21日市盈率(TTM)高于可比公司平均水平,市净率(LF)低于可比公司平均水平。中国交建是国内领先的特大型基础设施综合服务商,在路桥、港口、疏浚等基建领域具备领先优势,此轮国企改革有助于公司经营指标进一步优化;且公司海外业务开展多年,境外收入的绝对规模、在总营收中的占比均处于可比公司前列,作为建筑央企“走出去”的主力军将充分受益于“一带一路”十周年发展机遇,估值水平有望进一步提升。公司4月21日收盘价对应2023-2025年PE分别为9.2/8.3/7.6倍,首次覆盖给予“买入”评级。

表12: 可比公司盈利预测与估值(截至2023年4月21日)

股票简称	总市值 (亿元)	市净率 (LF)	市盈率 (TTM)	归母净利润(亿元)				市盈率			
				2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
中国铁建	1,428	0.7	5.8	266.4	299.0	332.3	364.2	5.4	4.8	4.3	3.9
中国建筑	2,671	0.7	5.2	509.5	574.4	640.6	701.3	5.2	4.7	4.2	3.8
中国中铁	2,019	0.9	7.0	312.8	355.1	400.8	451.9	6.5	5.7	5.0	4.5
中国中冶	820	1.0	8.6	102.7	118.7	138.0	159.5	8.0	6.9	5.9	5.1
中国电建	1,309	1.1	12.0	106.9	124.5	144.9	-	12.2	10.5	9.0	-
中国能建	956	1.2	14.3	78.1	90.7	106.1	123.4	12.2	10.5	9.0	7.7
中国化学	618	1.2	11.4	54.2	65.4	77.1	88.8	11.4	9.4	8.0	7.0
平均值		1.0	9.2					8.7	7.5	6.5	5.3
中国交建	1,627	0.81	10.3	191.0	214.8	235.6	259.4	10.3	9.2	8.3	7.6

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 中国交建盈利预测来自东吴证券研究所,其余公司盈利预测来自Wind一致预期;中国电建2022年年报未披露,数据为Wind一致预期;

## 7. 风险提示

**(1) 基建投资增速不及预期。**公司基建建设业务合同额在总合同额中占比近九成，基建设计、疏浚业务也与基建投资增速高度相关，若基建投资增速不及预期，可能将影响公司整体业绩。

**(2) “一带一路”提振海外业务不及预期。**公司是国内最大的境外工程 EPC 总承包商之一，若“一带一路”提振海外业务不及预期，可能将影响公司海外收入规模。

**(3) REITs 推进节奏不及预期。**公司特许经营权类项目较多，通过发行 REITs 的方式可实现资产盘活，若 REITs 推进节奏不及预期，可能将影响公司的运营效率。

**(4) 设计资产分拆上市进展不及预期。**公司拟分拆一公院、二公院、公规院上市，解决公司设计板块缺乏整体统筹和规划引领的问题；若设计资产分拆上市进展不及预期，可能将影响公司做强设计主业。

**(5) 国企改革推进不及预期。**此轮国企改革提出“一利五率”和“一增一稳四提升”，有助于激励公司经营指标进一步优化，若国企改革推进节奏不及预期，可能将影响公司经营与财务指标改善的推进节奏。

## 中国交建三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>616,263</b>	<b>689,965</b>	<b>776,067</b>	<b>864,836</b>	<b>营业总收入</b>	<b>720,275</b>	<b>778,915</b>	<b>875,005</b>	<b>967,923</b>
货币资金及交易性金融资产	114,125	110,083	112,279	119,177	营业成本(含金融类)	636,391	677,016	761,461	842,530
经营性应收款项	137,293	178,190	222,557	266,449	税金及附加	2,580	2,587	2,906	3,215
存货	78,263	84,420	90,778	98,135	销售费用	1,998	2,337	2,625	2,904
合同资产	151,075	171,361	192,501	212,943	管理费用	19,443	21,810	24,500	27,102
其他流动资产	135,507	145,912	157,952	168,131	研发费用	23,396	24,925	28,000	30,974
<b>非流动资产</b>	<b>895,087</b>	<b>933,430</b>	<b>972,906</b>	<b>1,011,960</b>	财务费用	-1,194	7,789	8,750	9,679
长期股权投资	99,304	114,304	129,304	144,304	加:其他收益	680	735	826	913
固定资产及使用权资产	52,792	53,472	54,181	54,880	投资净收益	1,331	1,440	1,618	1,789
在建工程	9,615	10,211	10,659	10,994	公允价值变动	-135	-146	-164	-182
无形资产	227,522	250,102	272,432	294,511	减值损失	-9,976	-10,789	-12,120	-13,407
商誉	5,182	5,382	5,582	5,782	资产处置收益	1,384	1,497	1,682	1,860
长期待摊费用	1,163	1,303	1,443	1,583	<b>营业利润</b>	<b>30,945</b>	<b>35,187</b>	<b>38,603</b>	<b>42,494</b>
其他非流动资产	499,509	498,656	499,306	499,906	营业外净收支	23	25	28	31
<b>资产总计</b>	<b>1,511,350</b>	<b>1,623,395</b>	<b>1,748,973</b>	<b>1,876,796</b>	<b>利润总额</b>	<b>30,968</b>	<b>35,212</b>	<b>38,631</b>	<b>42,525</b>
<b>流动负债</b>	<b>661,353</b>	<b>700,311</b>	<b>741,594</b>	<b>780,380</b>	减:所得税	6,222	7,395	8,113	8,930
短期借款及一年内到期的非流动负债	99,170	99,170	99,170	99,170	<b>净利润</b>	<b>24,745</b>	<b>27,818</b>	<b>30,519</b>	<b>33,595</b>
经营性应付款项	350,945	382,097	415,153	444,348	减:少数股东损益	5,641	6,342	6,958	7,659
合同负债	76,629	81,521	86,045	92,678	<b>归属母公司净利润</b>	<b>19,104</b>	<b>21,476</b>	<b>23,561</b>	<b>25,936</b>
其他流动负债	134,610	137,524	141,226	144,184	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.18	1.33	1.46	1.60
非流动负债	423,821	486,693	547,537	610,760	EBIT	27,804	50,239	55,513	61,199
长期借款	344,259	371,799	401,543	433,667	EBITDA	41,214	59,384	65,176	71,385
应付债券	26,510	27,510	28,510	29,510	毛利率(%)	11.65	13.08	12.98	12.95
租赁负债	1,568	1,668	1,768	1,868	归母净利率(%)	2.65	2.76	2.69	2.68
其他非流动负债	51,484	85,715	115,715	145,715	收入增长率(%)	5.02	8.14	12.34	10.62
<b>负债合计</b>	<b>1,085,174</b>	<b>1,187,004</b>	<b>1,289,131</b>	<b>1,391,140</b>	归母净利润增长率(%)	6.16	12.42	9.71	10.08
归属母公司股东权益	281,978	285,851	302,344	320,499					
少数股东权益	144,198	150,540	157,498	165,157					
<b>所有者权益合计</b>	<b>426,176</b>	<b>436,391</b>	<b>459,841</b>	<b>485,656</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,511,350</b>	<b>1,623,395</b>	<b>1,748,973</b>	<b>1,876,796</b>					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	442	14,078	14,391	18,563	每股净资产(元)	15.09	15.83	16.85	17.97
投资活动现金流	-46,679	-44,525	-45,813	-45,560	最新发行在外股份(百万股)	16,166	16,166	16,166	16,166
筹资活动现金流	52,860	26,551	33,783	34,077	ROIC(%)	2.57	4.33	4.55	4.74
现金净增加额	7,322	-3,896	2,360	7,080	ROE-摊薄(%)	6.77	7.51	7.79	8.09
折旧和摊销	13,410	9,144	9,664	10,186	资产负债率(%)	71.80	73.12	73.71	74.12
资本开支	-31,844	-29,878	-29,790	-29,709	P/E(现价&最新股本摊薄)	10.29	9.15	8.34	7.58
营运资本变动	-59,706	-42,084	-46,405	-49,269	P/B(现价)	0.81	0.77	0.72	0.68

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

