

中国交建 (601800)

证券研究报告

2021 年 04 月 30 日

收入及新签均高增，关注公募基建 REITs 推进节奏

21Q1 收入新签均高增，维持“买入”评级

公司发布 21Q1 季报, 21Q1 公司收入 1,519 亿, yoy+59.0% (较 19Q1 增长 48.6%), 归母净利 43.3 亿, yoy+85.3% (较 19Q1 增长 10.1%)。收入及新签延续 20H2 高增趋势; 毛利率有回升空间, 少数股东影响有望边际减弱, 我们判断盈利能力后续或迎来修复, 利润增长或有一定弹性。公司在手运营类资产较多, 基建公募 REITs 推进或明显修复公司资产负债表。预计公司 21-23 年归母净利分别为 193/218/243 亿, 维持“买入”评级。

收入/新签均高增，少数股东影响加大致盈利能力承压

21Q1 延续收入高增趋势, 推测订单转化节奏继续小幅加快。21Q1 新签合同额 4,106 亿, yoy+80% (较 19Q1 增长 102%), 其中基建建设新签合同额 3,581 亿 (占全部新签比例 87%), yoy+81% (较 19Q1 增长 107%), 城市建设、道路桥梁、港口、铁路及投资类业务均高增, 海外平稳。在手订单非常充足, 后续收入释放有坚实支撑。

21Q1 公司综合毛利率 11.9%, 同减 0.2pct (较 19Q1 降低 0.6pct), 推测受原材料价格波动阶段性影响及推进项目结构变化影响。管理提效、资产结构优化及收入增幅较多基数因素, 综合带动 21Q1 期间费用率同减 1.4pct 至 7.1% (较 19Q1 下降 1.2pct), 致 21Q1 净利率同增 1.1pct 至 3.7% (较 19Q1 减少 0.1pct)。但另一方面, 永续债利息影响加大, 致少数股东损益影响加大, 21Q1 少数股东损益 13.5 亿, yoy+698% (19Q1 为负), 归母净利率受拖累明显, 21Q1 归母净利率同增 0.3pct 至 2.8% (较 19Q1 减少 1.0pct)。

两金周转继续加速，经营性现金流处于较好水平

21Q1 末公司资产负债率 73.3%, 同减 0.3pct; 调整后资产负债率 (永续债、优先股计为债务) 75.8%, 同减 0.4pct, 杠杆率处于相对合理水平。21Q1 两金 (应收+存货+合同资产) 周转天数 189 天, 同减 77 天 (较 19Q1 减少 21 天), 压减两金效果持续显现。21Q1 经营性现金净流出 339 亿, 同比少流出 88 亿 (较 19Q1 少流出 44 亿); 投资性现金流净流出 230 亿, 同比多流出 10 亿 (较 19Q1 多流出 73 亿), 或与新签订单节奏加快有关。

预计 21-23 年归母净利 YoY 分别为 19%/13%/12%，维持“买入”评级

我们判断十四五期间基建投资趋稳, 央企受益资质、施工能力优势, 中长期工程业务份额或持续提升。后续少数股东损益影响或趋弱, 毛利率有回升空间, 判断公司盈利能力或迎修复, 利润增长或有一定弹性。我们维持公司 21-23 年盈利预测为 193/218/243 亿, 预计 21-23 年 YoY 分别为 19%/13%/12%, 当前可比公司 21 年 PE 均值及中位数分别为 5.9x/5.8x, 公司前期沉淀较多运营类基础设施资产 (如 20FY 末特许经营权占总资产比例为 18%), 公募基建 REITs 试点推进, 公司有望受益, 认可较可比公司给予一定溢价, 我们维持公司 21 年 8x 目标 PE, 对应目标价 9.52 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 基建投资增速不及预期; 利润率修复节奏低于预期; REITs 配套政策落节奏及执行力度低于预期。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	554,792.37	627,586.19	714,558.74	791,894.24	874,832.03
增长率(%)	13.02	13.12	13.86	10.82	10.47
EBITDA(百万元)	58,976.64	69,192.07	40,990.62	43,659.54	48,175.36
净利润(百万元)	20,107.56	16,206.01	19,279.23	21,769.86	24,303.77
增长率(%)	2.17	(19.40)	18.96	12.92	11.64
EPS(元/股)	1.24	1.00	1.19	1.35	1.50
市盈率(P/E)	5.50	6.82	5.74	5.08	4.55
市净率(P/B)	0.48	0.45	0.53	0.49	0.45
市销率(P/S)	0.20	0.18	0.15	0.14	0.13
EV/EBITDA	1.96	1.12	1.28	0.24	(0.05)

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	建筑装饰/基础建设
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	6.84 元
目标价格	9.52 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	11,747.24
流通 A 股股本(百万股)	11,747.24
A 股总市值(百万元)	80,351.09
流通 A 股市值(百万元)	80,351.09
每股净资产(元)	13.45
资产负债率(%)	73.34
一年内最高/最低(元)	9.19/6.50

作者

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521010001
wangtao@tfzq.com

股价走势



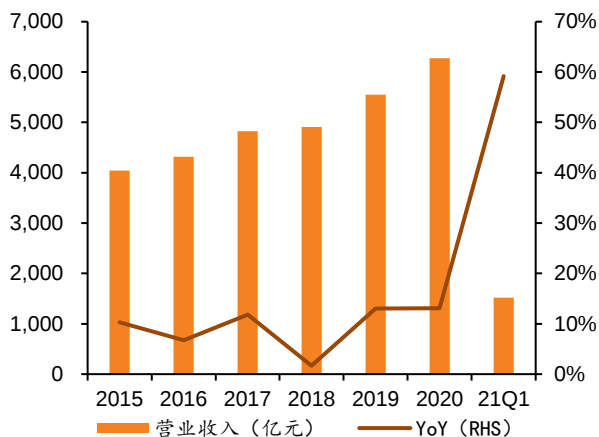
资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《中国交建-年报点评报告:20H2 收入高增, 期待盈利能力修复》2021-04-01
- 2 《中国交建-年报点评报告:营收稳健增长, 毛利率下滑致利润增速放缓》2020-04-03
- 3 《中国交建-季报点评:营收增长符合预期, 毛利率下降, 订单充沛蓄力发展》2019-10-31

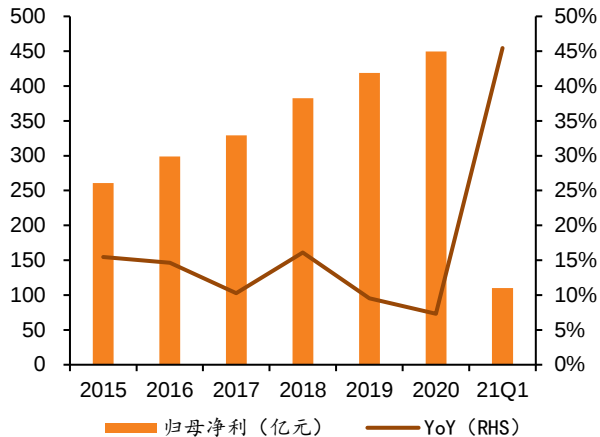
公司历年经营情况及可比公司估值表

图 1：公司近年营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司近年归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

表 1：可比公司估值情况

股票代码	公司名称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)			P/E		
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
601390.SH	中国中铁	1,321.9	5.38	1.03	1.14	1.28	5.2	4.7	4.2
601668.SH	中国建筑	2,097.4	5.00	1.07	1.19	1.31	4.7	4.2	3.8
601186.SH	中国铁建	1,060.6	7.81	1.65	1.86	2.07	4.7	4.2	3.8
601618.SH	中国中冶	677.7	3.27	0.38	0.43	0.49	8.6	7.6	6.6
601117.SH	中国化学	312.8	6.34	0.74	0.86	1.04	8.5	7.4	6.1
600068.SH	葛洲坝	330.6	7.18	0.93	1.24	1.40	7.7	5.8	5.1
601669.SH	中国电建	593.6	3.88	0.52	0.54	0.60	7.4	7.1	6.5
600170.SH	上海建工	260.0	2.92	0.38	0.45	0.51	7.8	6.4	5.8
000498.SZ	山东路桥	80.7	5.18	0.86	0.95	1.10	6.0	5.5	4.7
平均值							6.8	5.9	5.2
中位数							7.4	5.8	5.1
601800.SH	中国交建	1,105.7	6.84	1.00	1.19	1.35	6.8	5.7	5.1

注：股价时间 2021/04/29；除中国交建外，其他业绩预测源自 Wind 一致预期；

资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	125,438.88	128,054.43	147,192.30	180,923.51	185,067.58
应收票据及应收账款	97,143.34	104,332.10	121,094.57	124,330.24	141,938.57
预付账款	22,007.95	18,466.15	25,785.92	24,700.22	30,669.26
存货	62,070.19	72,877.43	111,176.99	64,927.96	137,418.14
其他	158,341.32	176,322.35	186,107.83	201,806.04	211,347.03
流动资产合计	465,001.69	500,052.46	591,357.60	596,687.97	706,440.58
长期股权投资	52,057.79	67,602.27	67,602.27	67,602.27	67,602.27
固定资产	47,100.50	48,465.09	50,636.44	50,789.41	49,718.35
在建工程	9,746.09	11,851.52	7,146.91	4,336.15	2,631.69
无形资产	223,525.53	235,829.05	233,353.37	230,877.68	228,402.00
其他	259,200.54	355,923.59	365,499.17	375,074.76	384,764.27
非流动资产合计	591,630.45	719,671.51	724,238.16	728,680.27	733,118.57
资产总计	1,120,399.49	1,304,168.59	1,385,879.58	1,398,200.17	1,515,412.61
短期借款	50,685.06	45,944.89	45,944.89	45,944.89	45,944.89
应付票据及应付账款	277,763.00	300,002.89	363,299.27	370,021.71	437,900.13
其他	197,567.48	236,760.23	285,243.30	269,609.39	296,355.64
流动负债合计	526,015.55	582,708.01	694,487.45	685,575.99	780,200.66
长期借款	228,764.45	291,764.44	291,764.44	291,764.44	291,764.44
应付债券	34,246.76	25,986.33	30,116.54	30,116.54	28,739.80
其他	34,993.43	45,906.39	46,906.39	47,906.39	48,906.39
非流动负债合计	298,004.64	363,657.15	368,787.37	369,787.37	369,410.63
负债合计	824,020.18	946,365.16	1,063,274.82	1,055,363.35	1,149,611.29
少数股东权益	66,226.22	112,732.88	114,582.28	117,180.75	120,459.21
股本	16,174.74	16,165.71	16,165.71	16,165.71	16,165.71
资本公积	31,002.01	30,854.37	30,854.37	30,854.37	30,854.37
留存收益	165,595.80	176,240.59	191,856.77	209,490.35	229,176.40
其他	17,380.54	21,809.88	(30,854.37)	(30,854.37)	(30,854.37)
股东权益合计	296,379.31	357,803.43	322,604.76	342,836.81	365,801.32
负债和股东权益总计	1,120,399.49	1,304,168.59	1,385,879.58	1,398,200.17	1,515,412.61

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	21,619.83	19,348.62	19,279.23	21,769.86	24,303.77
折旧摊销	10,967.58	10,972.13	5,068.94	5,213.48	5,301.20
财务费用	7,976.28	10,592.83	9,577.61	8,428.43	8,888.76
投资损失	(2,325.52)	(766.03)	(1,000.00)	(1,200.00)	(1,400.00)
营运资金变动	(92,484.92)	(101,807.54)	40,536.31	9,777.52	(22,070.35)
其它	60,178.01	75,511.44	1,885.67	2,596.39	3,279.84
经营活动现金流	5,931.26	13,851.45	75,347.76	46,585.68	18,303.22
资本支出	44,640.15	31,157.58	(940.00)	(920.00)	(950.00)
长期投资	10,393.40	15,544.48	0.00	0.00	0.00
其他	(120,747.24)	(152,388.71)	15,968.26	(508.11)	(721.53)
投资活动现金流	(65,713.69)	(105,686.66)	15,028.26	(1,428.11)	(1,671.53)
债权融资	345,426.96	410,938.21	405,604.98	406,743.32	407,762.17
股权融资	8,669.77	(3,824.91)	(61,937.99)	(8,124.55)	(8,584.88)
其他	(303,173.43)	(313,425.96)	(414,905.14)	(410,045.13)	(411,664.91)
筹资活动现金流	50,923.29	93,687.35	(71,238.15)	(11,426.36)	(12,487.62)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(8,859.14)	1,852.13	19,137.87	33,731.21	4,144.07

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	554,792.37	627,586.19	714,558.74	791,894.24	874,832.03
营业成本	484,003.47	545,850.85	621,089.72	687,346.41	759,011.02
营业税金及附加	2,111.65	2,671.59	3,041.83	3,371.04	3,724.10
营业费用	1,157.69	1,180.21	1,343.77	1,489.20	1,645.17
管理费用	21,734.51	19,869.75	22,623.35	25,071.84	27,697.70
研发费用	12,591.72	20,093.62	26,451.04	31,689.48	35,008.42
财务费用	5,931.32	8,253.81	9,577.61	8,428.43	8,888.76
资产减值损失	(93.70)	(341.16)	5,123.62	5,678.14	6,272.83
公允价值变动收益	793.02	213.88	36.27	(2.07)	1.38
投资净收益	1,674.79	17.31	1,000.00	1,200.00	1,400.00
其他	(1,704.77)	4,393.11	(2,072.53)	(2,395.85)	(2,802.77)
营业利润	26,592.67	25,383.23	26,344.07	30,017.63	33,985.41
营业外收入	305.29	343.18	343.18	343.18	343.18
营业外支出	184.42	276.46	276.46	276.46	276.46
利润总额	26,713.55	25,449.95	26,410.79	30,084.36	34,052.13
所得税	5,093.72	6,101.33	5,282.16	5,716.03	6,469.90
净利润	21,619.83	19,348.62	21,128.63	24,368.33	27,582.22
少数股东损益	1,512.27	3,142.61	1,849.40	2,598.47	3,278.46
归属于母公司净利润	20,107.56	16,206.01	19,279.23	21,769.86	24,303.77
每股收益（元）	1.24	1.00	1.19	1.35	1.50

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	13.02%	13.12%	13.86%	10.82%	10.47%
营业利润	5.62%	-4.55%	3.79%	13.94%	13.22%
归属于母公司净利润	2.17%	-19.40%	18.96%	12.92%	11.64%
获利能力					
毛利率	12.76%	13.02%	13.08%	13.20%	13.24%
净利率	3.62%	2.58%	2.70%	2.75%	2.78%
ROE	8.74%	6.61%	9.27%	9.65%	9.91%
ROIC	17.23%	12.94%	14.01%	20.77%	27.68%
偿债能力					
资产负债率	73.55%	72.56%	76.72%	75.48%	75.86%
净负债率	74.23%	79.06%	80.10%	65.87%	60.88%
流动比率	1.01	1.00	0.95	0.98	1.00
速动比率	0.89	0.88	0.79	0.88	0.83
营运能力					
应收账款周转率	6.00	6.23	6.34	6.45	6.57
存货周转率	10.19	9.30	7.76	8.99	8.65
总资产周转率	0.53	0.52	0.53	0.57	0.60
每股指标（元）					
每股收益	1.24	1.00	1.19	1.35	1.50
每股经营现金流	0.37	0.86	4.66	2.88	1.13
每股净资产	14.24	15.16	12.87	13.96	15.18
估值比率					
市盈率	5.50	6.82	5.74	5.08	4.55
市净率	0.48	0.45	0.53	0.49	0.45
EV/EBITDA	1.96	1.12	1.28	0.24	-0.05
EV/EBIT	2.39	1.32	1.46	0.27	-0.05

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com