

公司研究

新增合同突破万亿，期待业绩深蹲起跳

——中国交建（601800.SH、1800.HK）2020 年年报及 2021 年一季度点评

A 股：买入（维持）

当前价：6.77 元

H 股：买入（维持）

当前价：3.79 港元

作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

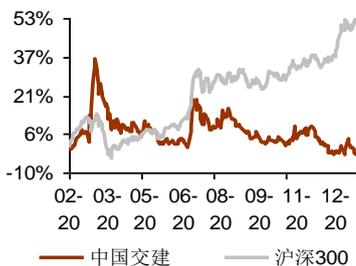
021-52523822

sunwf@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	161.66
总市值(亿元):	1094.42
一年最低/最高(元):	6.50/9.19
近3月换手率:	7.44%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-5.65	1.82	-15.94
绝对	-4.74	2.73	-15.03

资料来源：Wind

要点

事件：

公司发布 2020 年年报。报告期，公司实现营业收入 6276 亿元，同增 13%；归母净利润 162 亿元，同减 19%；扣非归母净利润 138 亿元，同减 17%。单四季度，公司营收 2179 亿元，同增 21%，环增 33%；归母净利润 61 亿元，同减 7%，环增 24%。2021 年一季度显示，公司实现营业收入 1519 亿元，同增 59.01%；归母净利润 43 亿元，同增 85.29%。

点评：

各业务板块均实现增长，城市建设项目贡献突出：2020 年，基建建设业务营收 5599 亿元，同增 14.07%；毛利率 11.81%，同增 0.13pct，收入增加主要来源于境内公路项目和城市建设项目，毛利率改善受益于交通基础设施等投资类项目在建造期盈利水平较高。基建设计业务营收 400 亿元，同增 5.40%，毛利率 18.12%，同减 1.08pct，主要由于大型综合性项目虽收入贡献增加但盈利水平相对较低。疏浚业务营收 382 亿元，同增 11.00%，毛利率 15.49%，同增 2.45pct，传统疏浚业务进入施工高峰期致使收入和毛利率双升。

2020 年利润阶段性下滑明显，向上修复空间较大：2020 年，公司归母净利润同减 19%，归母净利率同减 1pct 至 2.6%，盈利能力出现显著下滑，究其原因：1、期间费用率提升 0.41pct 至 7.87%，具体而言研发费用达到 200.94 亿元，同增 59.26%，由于汇兑损失及费用化利息支出增加，财务费用达到 82.54 亿元，同增 35.60%。2、受疫情影响，应收款项周转放缓，信用减值损失增加 12 亿元；3、疫情防控期间，国内收费公路免收车辆通行费政策，导致投资收益减少 16.3 亿元；4、公允价值变动收益减少 5.9 亿；5、由于永续债股息及非控股股东股息分配增加，少数股东损益由上年同期的 15 亿元增加至 31 亿元；6、应纳税收入及非应税投资损失增加，有效税率为 23.97%，上年同期为 19.06%。我们认为，以上侵蚀公司利润的因素并不都有持续性，如研发费用、汇兑损失、投资收益、信用减值等，且投资收益与信用减值情况大概率会随着疫情持续好转，同比出现明显改善。

2021 年一季度，受益主营业务规模增长，业绩已明显好转，此外报告期内少数股东损益达到 13.5 亿，同增 698%，对归母净利润造成明显拖累，若剔除此因素来看，实际经营情况更优。

新签合同突破万亿，运营类资产迎来盘活契机：2020 年，公司新签合同额为 10668 亿元，同比增长 10.59%，历史首次突破万亿大关，继中建、两铁后，与中国中冶携手步入万亿订单俱乐部。2021 年一季度，公司新签合同金额为 4106 亿元，同增 80.30%，继续保持快速增长。截至 2020 年 12 月 31 日，公司在手合同金额为 29103 亿元，充足的合同储备将支撑未来业绩的持续释放。公司目前拥有较多运营类基础设施资产，特许经营权资产规模较大，截至 2020 年一季度末，无形资产占到资产总额的 18%。随着首批基础设施公募 REITs 项目的正式申报，试点工作又向前迈进一大步，公司运营类资产后续有望得到盘活，进而带来现金流的改善和资产负债表的优化。

公司 A 股、H 股均维持“买入”评级：

2020 年，公司新签订单实现 10%+ 增速，首次突破万亿大关，在手订单接近 3 万亿，支撑业绩持续释放。2020 年受多重因素影响，利润下滑明显，但我们认为公司经营基本面并未发生实质变化，向上修复弹性较大。此外，公募基建 REITs 政策的持续推进也有望进一步盘活公司运营类资产。由于 2020 年公司业绩出现阶段性下滑，盈利能力完全恢复则需要一定时日，因此我们预计公司 2021-2022 年 EPS 为 1.19 元、1.31 元，此次预测较前次预测分别下调 19.26% 及 19.97%，新增 2023 年 EPS 预测为 1.44 元。现价对应公司 A 股、H 股 21 年动态市盈率分别为 5.7x、2.6x，现阶段估值仍处在历史底部区间，维持 A 股、H 股“买入”评级。

风险提示：疫情影响恶化、建筑业需求大幅下滑、基建投资不及预期。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	554,792	627,586	704,917	784,248	876,704
营业收入增长率	13.02%	13.12%	12.32%	11.25%	11.79%
净利润（百万元）	20,108	16,206	19,287	21,227	23,333
净利润增长率	2.17%	-19.40%	19.01%	10.06%	9.92%
EPS（元）	1.24	1.00	1.19	1.31	1.44
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.74%	6.61%	7.38%	7.60%	7.81%
P/E（A 股）	5.4	6.8	5.7	5.2	4.7
P/E（H 股）	2.5	3.1	2.6	2.4	2.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-30；汇率：按 1HKD=0.83306CNY 换算

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	554,792	627,586	704,917	784,248	876,704
营业成本	484,003	545,851	612,383	681,706	761,542
折旧和摊销	10,630	11,866	14,805	16,010	17,352
税金及附加	2,112	2,672	3,172	3,529	3,945
销售费用	1,158	1,180	1,410	1,568	1,753
管理费用	21,735	19,870	22,557	24,312	27,178
研发费用	12,592	20,094	22,570	25,110	28,070
财务费用	5,931	8,254	12,285	15,046	18,155
投资收益	1,675	17	0	0	0
营业利润	26,593	25,383	29,436	31,988	34,757
利润总额	26,714	25,450	29,502	32,055	34,824
所得税	5,094	6,101	7,073	7,685	8,349
净利润	21,620	19,349	22,429	24,370	26,475
少数股东损益	1,512	3,143	3,143	3,143	3,143
归属母公司净利润	20,108	16,206	19,287	21,227	23,333
EPS(元)	1.24	1.00	1.19	1.31	1.44

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	5,931	13,851	-22,126	-16,885	-22,565
净利润	20,108	16,206	19,287	21,227	23,333
折旧摊销	10,630	11,866	14,805	16,010	17,352
净营运资金增加	9,093	10,520	-19,253	-20,941	-24,096
其他	-33,899	-24,740	-36,966	-33,180	-39,153
投资活动产生现金流	-65,714	-105,687	-40,200	-38,692	-39,005
净资本支出	-62,313	-85,837	-35,000	-35,000	-35,000
长期投资变化	52,058	67,602	0	0	0
其他资产变化	-55,458	-87,452	-5,200	-3,692	-4,005
融资活动现金流	50,923	93,687	75,255	71,443	80,062
股本变化	0	-9	0	0	0
债务净变化	50,764	65,511	83,639	82,056	92,587
无息负债变化	52,462	56,834	68,668	72,010	83,644
净现金流	-8,601	603	12,929	15,866	18,491

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	12.8%	13.0%	13.1%	13.1%	13.1%
EBITDA 率	8.1%	8.0%	8.3%	8.3%	8.3%
EBIT 率	6.1%	6.2%	6.2%	6.2%	6.3%
税前净利润率	4.8%	4.1%	4.2%	4.1%	4.0%
归母净利润率	3.6%	2.6%	2.7%	2.7%	2.7%
ROA	1.9%	1.5%	1.5%	1.5%	1.4%
ROE (摊薄)	8.7%	6.6%	7.4%	7.6%	7.8%
经营性 ROIC	6.3%	5.5%	5.3%	5.2%	5.2%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	74%	73%	74%	76%	77%
流动比率	1.01	1.00	0.90	0.83	0.78
速动比率	0.89	0.88	0.79	0.72	0.67
归母权益/有息债务	0.67	0.60	0.53	0.48	0.45
有形资产/有息债务	2.56	2.57	2.46	2.40	2.35

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	1,120,399	1,304,169	1,475,981	1,651,027	1,850,051
货币资金	125,439	128,054	140,983	156,850	175,341
交易性金融资产	1,192	764	764	764	764
应收帐款	95,933	102,421	115,725	128,749	143,927
应收票据	1,210	3,983	4,474	4,977	5,564
其他应收款 (合计)	37,778	45,616	51,217	56,963	63,658
存货	62,070	72,877	81,730	90,942	101,546
其他流动资产	22,608	19,442	16,078	12,627	8,606
流动资产合计	528,769	584,497	637,922	694,874	761,083
其他权益工具	25,018	30,736	33,810	37,191	40,910
长期股权投资	52,058	67,602	67,602	67,602	67,602
固定资产	47,100	48,465	49,153	50,741	52,615
在建工程	9,746	11,852	19,389	25,041	29,281
无形资产	223,501	235,777	245,912	255,844	265,577
商誉	5,371	5,517	5,512	5,512	5,512
其他非流动资产	37,443	39,164	40,994	40,994	40,994
非流动资产合计	591,630	719,672	838,060	956,154	1,088,968
总负债	824,020	946,365	1,098,673	1,252,739	1,428,971
短期借款	50,685	45,945	109,584	171,641	244,228
应付账款	239,689	264,933	297,224	330,871	369,620
应付票据	38,074	35,070	39,345	43,799	48,928
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	20,958	32,150	44,040	56,237	70,452
流动负债合计	526,016	582,708	708,190	834,434	981,353
长期借款	228,764	291,764	311,764	331,764	351,764
应付债券	34,247	25,986	25,986	25,986	25,986
其他非流动负债	11,221	13,207	15,317	17,482	20,005
非流动负债合计	298,005	363,657	390,482	418,305	447,617
股东权益	296,379	357,803	377,309	398,288	421,080
股本	16,175	16,166	16,166	16,166	16,166
公积金	36,945	38,492	38,937	38,937	38,937
未分配利润	128,651	137,749	153,666	171,503	191,153
归属母公司权益	230,153	245,071	261,433	279,270	298,920
少数股东权益	66,226	112,733	115,875	119,018	122,161

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	0.21%	0.19%	0.20%	0.20%	0.20%
管理费用率	3.92%	3.17%	3.20%	3.10%	3.10%
财务费用率	1.07%	1.32%	1.74%	1.92%	2.07%
研发费用率	2.27%	3.20%	3.20%	3.20%	3.20%
所得税率	19%	24%	24%	24%	24%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.23	0.18	0.21	0.23	0.25
每股经营现金流	0.37	0.86	-1.37	-1.04	-1.40
每股净资产	14.23	15.16	16.17	17.28	18.49
每股销售收入	34.30	38.82	43.61	48.51	54.23

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	5	7	6	5	5
PB	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	11.5	13.2	13.0	13.1	13.1
股息率	3.4%	2.7%	3.1%	3.4%	3.7%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE