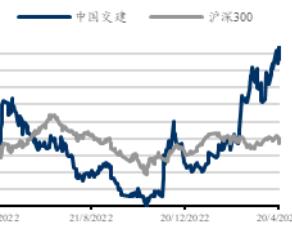


2023年5月31日

分析师
芮雯(852) 3982 3217
ruiraven@dwzq.com.hk**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

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

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和支持，尤其感谢黄诗涛、房大磊、石峰源和杨晓曦的指导。

交融天下，共建新业

买入（首次）

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	720,275	778,915	875,005	967,923
同比（%）	5%	8%	12%	11%
归母净利润（百万元）	19,104	21,476	23,561	25,936
同比（%）	6%	12%	10%	10%
每股收益（元/股）	1.18	1.33	1.46	1.60
P/E（倍）	10.29	9.15	8.34	7.58

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；基建设计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年基建设计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：基建设计增速不及预期；“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。

1. 共建“一带一路”加速推进，股权激励彰显增长信心

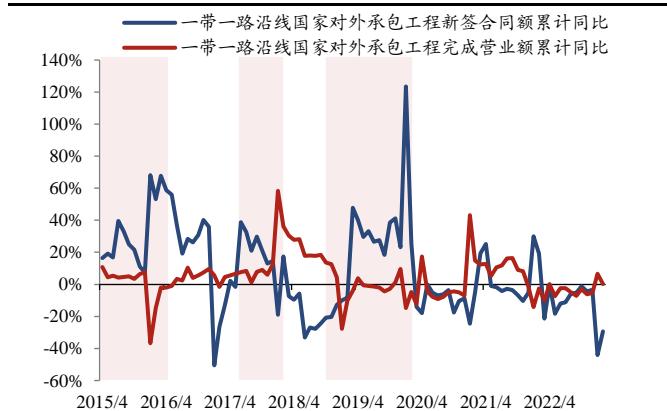
“一带一路”政策驱动带动我国与沿线国家基建合作明显增加，建筑央企和国际工程企业有望受益。此前在2015年3月“一带一路”顶层规划设计《推动共建丝绸之路经济带和21世纪海上丝绸之路的愿景与行动》出台、2017年5月第一届峰会召开、2018年8月第二届峰会召开后，我国的海外工程项目中与“一带一路”沿线国家的合作占比、“一带一路”沿线国家的新签合同额规模均出现显著高增，进一步带来完成营业额增速滞后0.5~1年出现高峰，总体来看“一带一路”重要事件能够带动我国对沿线国家的投资，并且由于沿线国家多为发展中国家，对基础设施建设投资具有旺盛需求。八大建筑央企和四大国际工程企业承担了我国对外项目合作建设的大部分业务，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1：“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（香港）

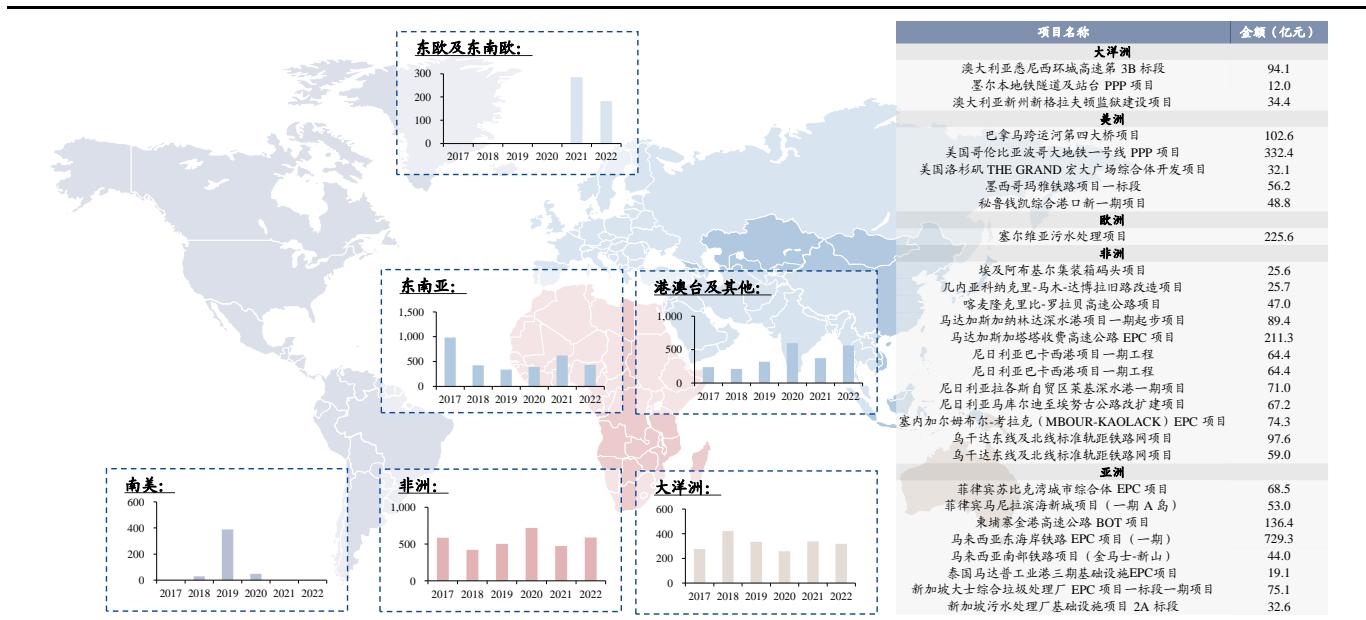
图2：“一带一路”推动沿线国家工程合作规模提升



数据来源：商务部，Wind，东吴证券（香港）

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。

图3：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（香港）

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1：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	激励对象	职位	获授数量 占限制性股票总数比例
激励对象及数量	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	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。		
第一个解除限售期：			

		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。
	第二个解除限售期：	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	第三个解除限售期：	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（香港）

2. 盈利预测与投资评级

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。

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。

3. 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。

中国交建三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	616,263	689,965	776,067	864,836	营业收入	720,275	778,915	875,005	967,923
现金	114,125	110,083	112,279	119,177	减: 营业成本	636,391	677,016	761,461	842,530
应收账款	137,293	178,190	222,557	266,449	营业税金及附加	2580	2587	2906	3215
存货	78,263	84,420	90,778	98,135	销售费用	1998	2337	2625	2904
其他流动资产	286,582	317,272	350,453	381,075	管理费用	19,443	21,810	24,500	27,102
非流动资产	895,087	933,430	972,906	1,011,960	研发费用	23,396	24,925	28,000	30,974
长期股权投资	99304	114304	129304	144304	财务费用	-1194	7789	8750	9679
固定资产	52,792	53,472	54,181	54,880	资产减值损失	9976	10789	12120	13407
在建工程	9,615	10,211	10,659	10,994	加: 投资净收益	1331	1440	1618	1789
无形资产	227,522	250,102	272,432	294,511	其他收益	545	589	662	731
其他非流动资产	505,854	505,341	506,330	507,271	资产处置收益	1384	1497	1682	1860
资产总计	1,511,350	1,623,395	1,748,973	1,876,796	营业利润	30,945	35,187	38,603	42,494
流动负债	661,353	700,311	741,594	780,380	加: 营业外净收支	23	25	28	31
短期借款	99,170	99,170	99,170	99,170	利润总额	30,968	35,212	38,631	42,525
应付账款	350,945	382,097	415,153	444,348	减: 所得税费用	6,222	7,395	8,113	8,930
其他流动负债	211,238	219,044	227,271	236,862	少数股东损益	5641	6342	6958	7659
非流动负债	423,821	486,693	547,537	610,760	归属母公司净利润	19,104	21,476	23,561	25,936
长期借款	344,259	371,799	401,543	433,667	EBIT	27,804	50,239	55,513	61,199
其他非流动负债	79,562	114,894	145,994	177,093	EBITDA	41,214	59,384	65,176	71,385
负债合计	1,085,174	1,187,004	1,289,131	1,391,140					
少数股东权益	144,198	150,540	157,498	165,157	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
归属母公司股东权益	281,978	285,851	302,344	320,499	每股收益(元)	1.18	1.33	1.46	1.6
负债和股东权益	1,511,350	1,623,395	1,748,973	1,876,796	每股净资产(元)	15.09	15.83	16.85	17.97
					发行在外股份(百万股)	16,166	16,166	16,166	16,166
					ROIC(%)	2.57	4.33	4.55	4.74
现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	ROE(%)	6.77	7.51	7.79	8.09
经营活动现金流	442	14,078	14,391	18,563	毛利率(%)	11.65	13.08	12.98	12.95
投资活动现金流	-46,679	-44,525	-45,813	-45,560	销售净利率(%)	2.65	2.76	2.69	2.68
筹资活动现金流	52,860	26,551	33,783	34,077	资产负债率(%)	71.8	73.12	73.71	74.12
现金净增加额	7,322	-3,896	2,360	7,080	收入增长率(%)	5.02	8.14	12.34	10.62
折旧和摊销	13,410	9,144	9,664	10,186	净利润增长率(%)	6.16	12.42	9.71	10.08
资本开支	-31,844	-29,878	-29,790	-29,709	P/E	10.29	9.15	8.34	7.58
营运资本变动	-59706	-42084	-46405	-49269	P/B	0.81	0.77	0.72	0.68

注：货币单位为人民币元

数据来源：Wind, 东吴证券（香港）

分析师声明：

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项：

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、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表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提及的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及 / 或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

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。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话：(852) 3983 0888 (公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址：<http://www.dwzq.com.hk/>