

2023 年 06 月 30 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

设计龙头巨擘上市在即，“中特估”+“一带一路”背景下迎机遇

—祁连山（600720.SH）公司动态研究报告 买入（首次） 投资要点

分析师：黄俊伟 S1050522060002
huangjw@cfsc.com.cn
联系人：华潇 S1050122110013
huaxiao@cfsc.com.cn

基本数据

2023-06-30

当前股价（元）	11.37
总市值（亿元）	88
总股本（百万股）	776
流通股本（百万股）	776
52 周价格范围（元）	9.66-12.88
日均成交额（百万元）	153.47

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

■ 公司将置换中交集团设计类资产，体外可注入资产仍有空间

据公司 2023 年 3 月 9 日公告，国资委批复同意祁连山资产重组和配套融资的总体方案，根据方案，公司主业在重组后由水泥变更为基建设计，控股股东由中建材变更为中国交建。本次重组主要包括三部分：（1）**资产置换**：祁连山拟将其持有的水泥资产 100% 股权（祁连山有限）置出上市公司，定价 104.3 亿，以置入中交集团旗下六家设计公司（下称中交设计），定价 235 亿。（2）**发行股份购买资产**：置换资产价格差额部分（130.7 亿元）以发行股份方式向中国交建、中国城乡购买。（3）**配套资金募集**：同时，向特定对象非公开发行募集配套资金（不超过 34 亿元）。本次交易完成后，公司主业将变更为基建设计业务，实际控制人将由中建材集团变更为中交集团（控股中国交建、中国城乡），持股 62.35%。

本次注入资产 284.2 亿，未来可注入资产仍有 289.3 亿。本次重组交易构成中国交建子公司分拆上市，中交集团意在将公司打造成集团旗下的基建设计标杆企业。首批资产置换置入了中交集团旗下的六家公司为公规院、一公院、二公院、西南院、东北院、能源院，合计资产约 284.2 亿，净利润 16.3 亿。中交集团表示，后续仍有设计资产待注入，中交集团下属还包括水规院、一航院、二航院、三航院、四航院在内的水运港航等设计业务，2022 年以上资产合计约 289.3 亿，净利润合计约 8 亿。中交设计完成上市后，将成为工程设计板块绝对龙头企业。

■ 设计能力冠绝行业，人均产值引领行业

中交设计的设计能力冠绝行业，主导行业标准制定。中交设计主要承接高端基建设计项目，主打世界级标杆案例：例如世界上最大规模的跨海交通集群工程——港珠澳大桥，世界上首座突破千米跨径的第一大跨径斜拉桥——苏通长江公路大桥等，技术实力雄厚。作为行业龙头，公司主编了被誉为“公路界宪法”的《公路工程技术标准》，累积获得国际、国家、省部级等各类工程、设计奖项共计 2000 余项。以人均产值、人均创利考量，2022 年中交设计人均创收 151.4 万元，人均创利 20.06 万元，分别位列工程咨询设计企业第一、第三。

■ 中交设计经营质量稳而优

2020-2022 年中交设计实现营收 136.2/137.5/130.4 亿元，净利 15.0/15.9/17.6 亿元。2020-2022 年，中交设计毛利率

为 22.32%/24.97%/26.11%，净利率为 11.05%/11.57%/13.25%，2022 年净资产收益率为 15.21%。现金质量方面，2021-2022 年中交设计净现比为 1.61/1.37，位居行业前 10%。2022 年资产负债率为 65.27%，账面现金 53.1 亿，货币资金储备位居行业第一。

■ 背靠中国交建，设计板块中“海外”逻辑最顺

凭借卓越的设计能力，中交设计有望成为一带一路上的中国设计标准推广者。据中国工程建设标准化协会，一带一路的沿线工程中采用中国设计标准占比仅为 35.1%（交通领域占比仅 26%），仍有大部分借鉴了欧美等国的标准（占比 33.5%）。据统计，95%以上的企业认为工程在采用国外标准后，其总成本均显著增加。以往，中国标准推广受阻的原因之一，便是国内设计企业虽有不同领域的外文标准，但缺少权威的、成体系的外文版标准。中交设计背靠中国交建在交通领域的龙头地位与设计能力，重组后有望积极发挥 6 家设计公司的协同效应，在交通领域推出具备权威与体系化的外文标准，提高中国设计标准的接受度，降低设计成本，承接更多海外项目。中国交建海外业务占比约 14%，而中交设计 2022 年海外营收占比仅 3.86%，中交设计上市后或重点发力海外市场。

■ 低估值的“中特估”标的

据我们测算，若假设配套募集资金为 34 亿，公司资产重组完成后市值为 251.4 亿（以 2023/06/29 收盘价计算），按 2022 年重组后财务数据计算（归母净利润 16.3 亿），对应 PE 为 15.42，根据 wind 工程咨询服务（857261.SI）统计口径，2023 年 6 月 30 日工程设计行业 PE 的平均值与中位数分别为 19.35/18.46。考虑到中交设计上市后账面资金体量巨大且其收现质量佳，我们采取（市值-账面现金）/净利润的估值方法，计算出中交设计对应 2022 年 PE 为 10.07 倍，将整个设计板块全部按照上述估值法进行重新估值后，中交设计 PE 估值显著低估，约为设计板块底部 10% 分位。考虑到中交设计为“中字头”设计公司，预计将受益于“中特估”大背景下的经营质量提升进程。

■ 盈利预测

基于审慎性原则，在重组未完成前我们对公司未来业绩的预测仍以水泥业务为主，2023-2025 年收入分别为 81.4、84.7、88.6 亿元，EPS 分别为 1.13、1.17、1.22 元，当前股价对应 PE 分别为 10.1、9.7、9.3 倍，给予“买入”投资评级。

风险提示

(1) 地产及基建投资不及预期；(2) 重组进程不及预期；
(3) 预测增发价格可能与实际增发价格存在差异，报告中相关测算仅供参考

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	7,974	8,142	8,474	8,855
增长率（%）	3.9%	2.1%	4.1%	4.5%
归母净利润（百万元）	758	875	909	950
增长率（%）	-20.0%	15.3%	4.0%	4.5%
摊薄每股收益（元）	0.98	1.13	1.17	1.22
ROE（%）	8.0%	9.0%	9.1%	9.3%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产：				
现金及现金等价物	1,073	1,555	2,279	2,980
应收款	426	446	464	485
存货	766	849	884	926
其他流动资产	292	326	339	354
流动资产合计	2,556	3,175	3,967	4,745
非流动资产：				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	6,840	6,598	6,158	5,748
在建工程	214	0	0	0
无形资产	964	916	868	822
长期股权投资	108	108	108	108
其他非流动资产	1,034	1,034	1,034	1,034
非流动资产合计	9,160	8,656	8,168	7,711
资产总计	11,716	11,831	12,134	12,457
流动负债：				
短期借款	150	150	150	150
应付账款、票据	945	1,018	1,061	1,111
其他流动负债	499	499	499	499
流动负债合计	1,804	1,668	1,710	1,761
非流动负债：				
长期借款	172	172	172	172
其他非流动负债	280	280	280	280
非流动负债合计	451	451	451	451
负债合计	2,255	2,119	2,161	2,212
所有者权益				
股本	776	776	776	776
股东权益	9,462	9,712	9,973	10,245
负债和所有者权益	11,716	11,831	12,134	12,457

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	818	943	981	1025
少数股东权益	60	69	71	75
折旧摊销	614	504	486	454
公允价值变动	-10	-10	-10	-10
营运资金变动	-260	-273	-24	-28
经营活动现金净流量	1222	1233	1503	1515
投资活动现金净流量	-374	456	440	411
筹资活动现金净流量	-366	-693	-720	-753
现金流量净额	481	996	1,223	1,173

资料来源：Wind、华鑫证券研究

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7,974	8,142	8,474	8,855
营业成本	5,915	6,137	6,395	6,698
营业税金及附加	161	57	59	62
销售费用	80	81	85	89
管理费用	764	733	763	797
财务费用	-18	-35	-43	-60
研发费用	0	0	0	0
费用合计	826	779	804	826
资产减值损失	-8	0	0	0
公允价值变动	-10	-10	-10	-10
投资收益	-23	0	0	0
营业利润	1,025	1,159	1,205	1,259
加：营业外收入	8	8	8	8
减：营业外支出	24	3	3	3
利润总额	1,009	1,164	1,210	1,264
所得税费用	191	220	229	239
净利润	818	943	981	1,025
少数股东损益	60	69	71	75
归母净利润	758	875	909	950

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	3.9%	2.1%	4.1%	4.5%
归母净利润增长率	-20.0%	15.3%	4.0%	4.5%
盈利能力				
毛利率	25.8%	24.6%	24.5%	24.4%
四项费用/营收	10.4%	9.6%	9.5%	9.3%
净利率	10.3%	11.6%	11.6%	11.6%
ROE	8.0%	9.0%	9.1%	9.3%
偿债能力				
资产负债率	19.2%	17.9%	17.8%	17.8%
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	18.7	18.3	18.3	18.3
存货周转率	7.7	7.3	7.3	7.3
每股数据(元/股)				
EPS	0.98	1.13	1.17	1.22
P/E	11.6	10.1	9.7	9.3
P/S	1.1	1.1	1.0	1.0
P/B	1.0	1.0	1.0	1.0

■ 建筑建材组介绍

黄俊伟：同济大学土木工程学士&复旦大学金融学硕士，超过5年建筑建材行业研究经验和3年建筑建材实业从业经验。

华潇：复旦大学金融学硕士。研究方向为建筑建材及新材料方向。

■ 证券分析师承诺

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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准

确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。