

中国交建 (601800.SH)

海外订单回暖，特许经营业务持续减亏

买入

核心观点

营收增长 0.5%，扣非归母净利高增 33.6%。上半年公司实现营业收入 3657.9 亿元，同比+0.5%，实现归母净利润 114.0 亿元，同比+2.7%，实现扣非归母净利润 109.5 亿元，同比+33.6%。去年同期公司发行公募 REITs 处置项目公司，非经常性的非流动资产处置损益较高（去年上半年计入 24.2 亿元，本期为 4.6 亿元），故扣非净利润保持高增长，反映公司基建主业盈利能力持续增强。

新签合同额稳健增长，路桥港航优势领域发力。公司上半年新签合同额 8019 亿元，同比+10.6%，其中基建建设/基建设计/疏浚业务/其他分别新签合同额 7892.7/267.9/622.4/84.0 亿元，同比+11.9%/-8.5%/+3.6%/+12.6%。基建建设新签合同中城市建设/道路与桥梁建设/港口建设/铁路建设/境外工程分别占比 49.2%/26.1%/5.6%/2.4%/16.8%，境外工程占比相比去年提升 1.2 个百分点，公司优势领域路桥/港口新签合同额分别同比增长 15.1%/14.3%。

“一带一路”基建龙头率先发力，海外业务明显回暖。公司上半年实现海外新签合同额 1327.0 亿元，同比+20.6%，恢复至 2017 年上半年的水平。上半年，公司海外营收占比 15.4%，与去年同期持平，海外新签合同额占比 15.0%，较上年同期提升 1.3 个百分点。公司在全球 139 个国家和地区开展业务，连续十七年荣膺 ENR 全球最大国际承包商中国企业第一名，仅次于法国万喜公司和西班牙 ACS/霍赫蒂芙集团，将有望率先受益于“一带一路”峰会催化下海外基建需求回暖。

保持基础设施投资强度并优化投资结构，特许经营业务持续减亏。上半年公司权益口径投资类项目确认投资额 1198 亿元，较上年同期+40.4%，其中预计建安金额 877.1 亿元，同比+10.1%，BOT/政府付费项目/城市综合开发分别+901.3%/-13.9%/+22.2%。上半年公司实现特许经营类运营收入 39.1 亿元，同比+14.6%，净亏损 5.1 亿元，同比大幅减亏 7.9 亿元。

风险提示：宏观经济下行风险，国际经营风险，国企改革推进节奏不及预期的风险，设计资产重组上市进展不及预期的风险。

投资建议：维持盈利预测，维持“买入”评级。公司海外业务持续回暖，逆势保持一定的投资强度，适当缩减政府付费项目占比，持续布局 BOT 业务和城市综合开发业务，高速公路运营持续减亏。预计公司 23-24 年归母净利 218/248 亿元，每股收益 1.35/1.54 元，对应当前股价 PE 为 6.95/6.09X，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	685,639	720,275	755,640	851,909	950,474
(+/-%)	9.3%	5.1%	4.9%	12.7%	11.6%
净利润(百万元)	17993	19104	21840	24891	28429
(+/-%)	11.0%	6.2%	14.3%	14.0%	14.2%
每股收益(元)	1.11	1.18	1.35	1.54	1.76
EBIT Margin	5.8%	5.1%	5.7%	5.8%	5.8%
净资产收益率(ROE)	6.9%	6.8%	7.5%	8.2%	9.0%
市盈率(PE)	8.4	7.9	6.9	6.1	5.3
EV/EBITDA	22.9	25.8	24.4	23.8	23.1
市净率(PB)	0.58	0.54	0.52	0.50	0.48

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

建筑装饰·基础设施建设

证券分析师：任鹤
010-88005315
renhe@guosen.com.cn
S0980520040006

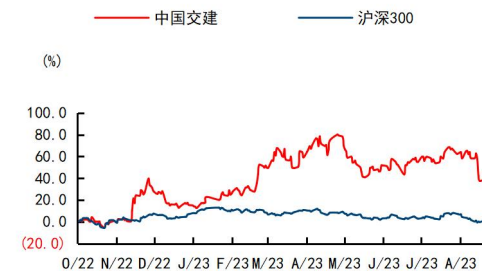
联系人：朱家琪
021-60375435
zhujiaqi@guosen.com.cn

联系人：卢思宇
0755-81981872
lusiyu1@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	12.15 - 13.50 元
收盘价	9.38 元
总市值/流通市值	152553/152553 百万元
52 周最高价/最低价	13.15/6.57 元
近 3 个月日均成交额	493.26 百万元

市场走势



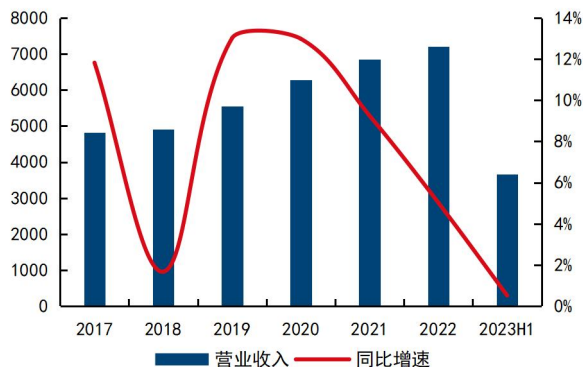
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《中国交建(601800.SH)——2022 年财报点评-收现比达十年最高值，投资回款大幅提升，现金流明显好转》——2023-04-04
 《中国交建(601800.SH)-交通基建领军者，国际工程与运营业务迎来复苏》——2023-03-22

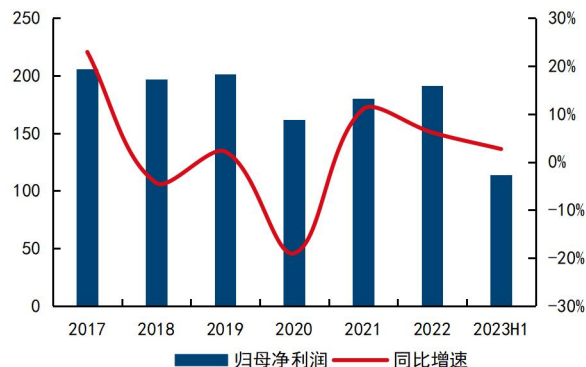
营收增长 0.5%，扣非归母净利高增 33.6%。上半年公司实现营业收入 3657.9 亿元，同比+0.5%，实现归母净利润 114.0 亿元，同比+2.7%，实现扣非归母净利润 109.5 亿元，同比+33.6%。去年同期公司发行公募 REITs 处置项目公司，非经常性的非流动资产处置损益较高（去年上半年计入 24.2 亿元，本期为 4.6 亿元），故扣非净利润保持高增长，反映公司基建主业盈利能力持续增强。

图1：中国交建营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

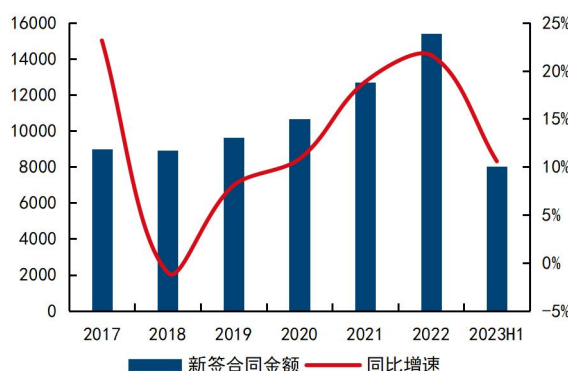
图2：中国交建归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

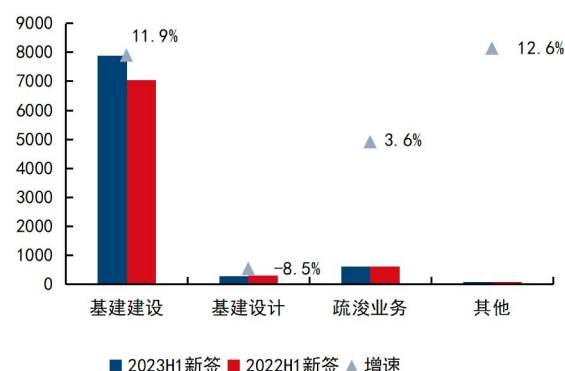
新签合同额稳健增长，路桥港航优势领域发力。公司上半年新签合同额 8019 亿元，同比+10.6%，其中基建建设/基建设计/疏浚业务/其他分别新签合同额 7892.7/267.9/622.4/84.0 亿元，同比+11.9%/-8.5%/+3.6%/+12.6%。基建建设新签合同中城市建设/道路与桥梁建设/港口建设/铁路建设/境外工程分别占比 49.2%/26.1%/5.6%/2.4%/16.8%，境外工程占比相比去年提升 1.2 个百分点，公司优势领域路桥/港口新签合同额分别同比增长 15.1%/14.3%。

图3：中国交建新签合同额及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

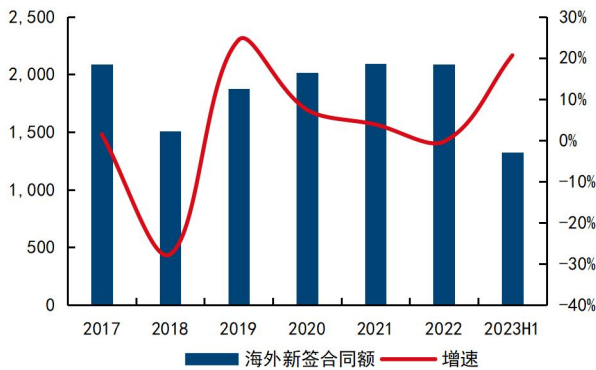
图4：中国交建新签合同额结构及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

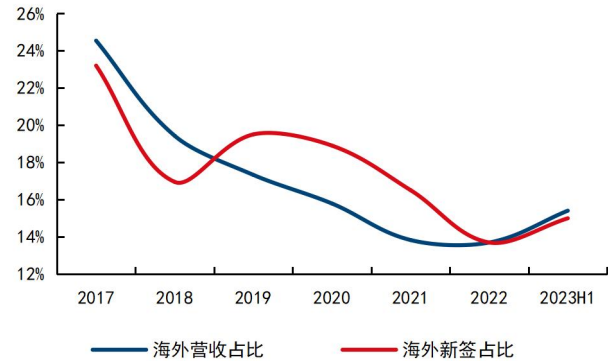
“一带一路”基建龙头率先发力，海外业务明显回暖。公司上半年实现海外新签合同额 1327.0 亿元，同比+20.6%，恢复至 2017 年上半年的水平。上半年，公司海外营收占比 15.4%，与去年同期持平，海外新签合同额占比 15.0%，较上年同期提升 1.3 个百分点。公司在全球 139 个国家和地区开展业务，连续十七年荣膺 ENR 全球最大国际承包商中国企业第一名，仅次于法国万喜公司和西班牙 ACS/霍赫蒂芙集团，将有望率先受益于“一带一路”峰会催化下海外基建需求回暖。

图5: 中国交建海外新签合同额及同比增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

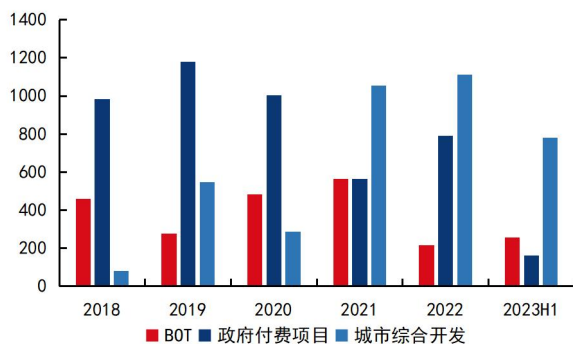
图6: 中国交建海外营收和新签订单占比 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

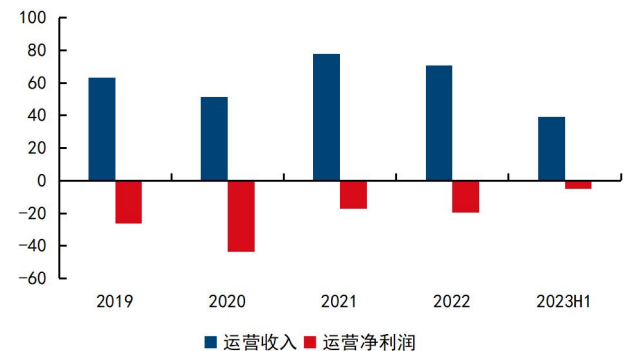
保持基础设施投资强度并优化投资结构，特许经营业务持续减亏。上半年公司权益口径投资类项目确认投资额 1198 亿元，较上年同期+40.4%，其中预计建安金额 877.1 亿元，同比 +10.1%，BOT/政府付费项目/城市综合开发分别 +901.3%/-13.9%/+22.2%。上半年公司实现特许经营类运营收入 39.1 亿元，同比 +14.6%，净亏损 5.1 亿元，同比大幅减亏 7.9 亿元。

图7: 中国交建投资类业务分类型投资额 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图8: 特许经营业务运营收入及运营净利润 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

投资建议：维持盈利预测，维持“买入”评级。公司海外业务持续回暖，逆势保持一定的投资强度，适当缩减政府付费项目占比，持续布局 BOT 业务和城市综合开发业务，高速公路运营持续减亏。预计公司 23-24 年归母净利 218/248 亿元，每股收益 1.35/1.54 元，对应当前股价 PE 为 6.95/6.09X，维持“买入”评级。

表1: 可比公司估值表

证券代码	证券名称	收盘价	总市值	EPS		PE	
				2023E	2024E	2023E	2024E
601390.SH	中国中铁	6.68	1579	1.44	1.62	4.62	4.11
601186.SH	中国铁建	8.76	1122	2.19	2.43	3.99	3.59
601618.SH	中国中冶	3.66	709	0.57	0.66	6.43	5.56
601800.SH	中国交建	9.38	1298	1.35	1.54	6.95	6.09

资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	104576	112819	156282	182221	202820	营业收入	685639	720275	755640	851909	950474
应收款项	152087	151365	166034	186720	207802	营业成本	599793	636391	660278	744398	829574
存货净额	73064	78263	81054	91410	101909	营业税金及附加	2277	2580	2494	2811	3137
其他流动资产	174425	202791	188910	212977	237619	销售费用	1450	1998	1587	1789	1996
流动资产合计	567345	616263	665169	742364	821133	管理费用	19493	19443	23370	25998	28734
固定资产	60408	59560	56445	53285	50147	研发费用	22587	23396	24545	27928	31444
无形资产及其他	236635	227522	243887	262762	284055	财务费用	6144	(1194)	6302	6947	7958
投资性房地产	441124	508701	534136	560843	588885	投资收益	206	1331	3674	4041	4445
长期股权投资	85326	99304	113968	130501	148946	资产减值及公允价值变动	(579)	(970)	(774)	(813)	(854)
资产总计	1390837	1511350	1613605	1749755	1893166	其他收入	(26760)	(28427)	(30019)	(33809)	(37701)
短期借款及交易性金融负债	113108	136386	139735	148636	157234	营业利润	29347	32991	34490	39385	44966
应付款项	317256	350945	351236	396111	441604	营业外净收支	255	23	139	81	110
其他流动负债	168792	174022	225344	254121	283301	利润总额	29602	33014	34629	39466	45076
流动负债合计	599156	661353	716315	798868	882139	所得税费用	5248	6222	6872	7831	8945
长期借款及应付债券	350113	370769	402273	437948	477751	少数股东损益	5503	5641	5917	6744	7703
其他长期负债	50214	53052	56030	59387	63133	归属于母公司净利润	17993	19104	21840	24891	28429
长期负债合计	400327	423821	458303	497335	540884	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	999483	1085174	1174617	1296203	1423023	净利润	17993	19104	21840	24891	28429
少数股东权益	131006	144198	147157	150529	154380	资产减值准备	416	78	24	(16)	(36)
股东权益	260348	281978	291831	303023	315763	折旧摊销	10223	11503	11019	11868	12687
负债和股东权益总计	1390837	1511350	1613605	1749755	1893166	公允价值变动损失	579	970	774	813	854
						财务费用	6144	(1194)	6302	6947	7958
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(86633)	(58586)	25601	(4822)	(5882)
每股收益	1.11	1.18	1.35	1.54	1.76	其它	2332	2468	2934	3388	3887
每股红利	0.56	0.65	0.74	0.85	0.97	经营活动现金流	(55089)	(24463)	62193	36122	39939
每股净资产	16.10	17.44	18.05	18.74	19.53	资本开支	(7254)	(6658)	(25068)	(28380)	(31660)
ROIC	4.49%	4.50%	5%	5%	5%	其它投资现金流	21251	(7832)	(1862)	3852	(1947)
ROE	6.91%	6.77%	7.48%	8.21%	9.00%	投资活动现金流	(3727)	(28468)	(41595)	(41061)	(52053)
毛利率	13%	12%	13%	13%	13%	权益性融资	(453)	16647	0	0	0
EBIT Margin	6%	5%	6%	6%	6%	负债净变化	28614	23880	31504	35675	39803
EBITDA Margin	7%	7%	7%	7%	7%	支付股利、利息	(9006)	(10485)	(11987)	(13699)	(15688)
收入增长	9%	5%	5%	13%	12%	其它融资现金流	(3426)	17738	3348	8901	8599
净利润增长率	11%	6%	14%	14%	14%	融资活动现金流	35337	61174	22865	30878	32713
资产负债率	81%	81%	82%	83%	83%	现金净变动	(23479)	8243	43464	25939	20599
股息率	5.9%	6.9%	7.9%	9.0%	10.3%	货币资金的期初余额	128054	104576	112819	156282	182221
P/E	8.4	7.9	6.9	6.1	5.3	货币资金的期末余额	104576	112819	156282	182221	202820
P/B	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	企业自由现金流	(50723)	(24147)	46313	17931	19704
EV/EBITDA	22.9	25.8	24.4	23.8	23.1	权益自由现金流	(25536)	14372	76113	56939	61726

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032