

2023年10月8日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

内生+外延多维驱动成长，国际化综合设计龙头上市在即

买入(维持)

—祁连山 (600720.SH) 公司深度报告 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

2023-09-28

当前股价 (元)	11.25
总市值 (亿元)	87
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)	132.03

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《祁连山 (600720)：资产置换如期推进，设计龙头上市在即》2023-08-26
- 2、《祁连山 (600720)：设计龙头巨擘上市在即，“中特估”+“一带一路”背景下迎机遇》2023-07-02

■ 重组后的中交设计存在风险提升“向上期权”

公司于2023年3月9日获国资委批复同意公司与中国交建/中国城乡旗下部分设计资产（以下简称“中交设计”）进行资产重组，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置出，以置入中交集团旗下六家设计公司；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%。市场风险偏好变化驱动的“分母行情”是今年建筑板块股价重要驱动力，从2022年11月22日至2023年5月8日最高上涨25.89%，行情主要由估值因素驱动，影响因素包括“一带一路”、AI+设计及“中特估”政策。我们预计后续或召开的“一带一路”峰会以及国资委支持央企兼并收购等政策或催化建筑板块风险偏好提升，而根据重组方案中交设计存在明确的兼并收购预期，公司存在受益于建筑板块风险偏好提升的“向上期权”。

■ 中交设计实力强劲，综合实力冠绝建筑设计板块

中交设计实力强劲，表现在：1) 背景方面，中交设计背靠中国交建实力雄厚，为少数中央国资委控股公司；2) 品牌方面，中交设计曾打造海内外多个顶尖项目，积累了良好的品牌声誉，为未来聚焦高端设计项目奠定基础；3) 研发方面，中交设计人才优势明显，技术实力全行业领先，承接高端项目能力扎实；4) 中交设计资产、经营质量优势突出。中交设计资产规模、盈利规模均为全行业最高水平，期间费用率/现金管理能力/盈利能力也处于行业领先水平，同时账面留有大量现金为后续收并购业务提供支持。

■ 外延+内生多维驱动中交设计成长

中交设计未来有望通过外延+内生多维成长路径。1) 中交集团潜在注入资产规模仍大，水运设计资产289.3亿元（对应约8亿元净利润）；2) 公司定位于综合性设计院，积极对智能数字化、新能源、桥梁运维等领域进行布局与并购筹划。内生成长方面：3) 桥梁智慧监测和运维市场广阔，中交设计在多项桥梁的数据监测实践中领先；4) 我们测算2022年一带一路海外设计市场约为1400亿元，中交设计有望凭借龙头地位，提升中国设计标准占比，配合集团优先海外的发展战

略，海外业务占比有望得到提升。

■ 估值水平较低，存在较强安全边际

估值方面，按 2023 年 9 月 28 日最新价格计算，中交设计重组后对应 PE 为 14.17，低于行业平均 19.86；考虑中交设计的现金资产较多，（市值-账面现金）/净利润的估值法，中交设计位于行业底部 10%分位。考虑到中交设计实力遥遥领先竞争对手，我们认为中交设计当前估值水平存在较强安全边际。

■ 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 68.3、70.8、75.4 亿元，EPS 分别为 0.57、0.71、0.89 元，当前股价对应 PE 分别为 19.8、15.8、12.6 倍，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

（1）基建投资不及预期；（2）重组进程不及预期；（3）外延扩张不及预期；（4）海外业务发展不及预期；（5）行业竞争加剧等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入（百万元）	7,974	6,825	7,079	7,540
增长率（%）	3.9%	-14.4%	3.7%	6.5%
归母净利润（百万元）	758	442	553	693
增长率（%）	-20.0%	-41.8%	25.2%	25.3%
摊薄每股收益（元）	0.98	0.57	0.71	0.89
ROE（%）	8.0%	4.6%	5.7%	7.0%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

正文目录

1、主题投资是今年建筑板块重要投资思路	5
1.1、央企兼并收购或成为下半年“中特估”投资重点之一	5
2、“中交设计”上市在即，整合资源打造国际化龙头	7
3、中交设计综合实力遥遥领先，经营质量优秀	9
3.1、三位一体塑造公司高端项目承接能力	9
3.1.1 大股东背景雄厚，全面赋能公司设计业务	10
3.1.2 打造多个顶尖项目，积累高端品牌声誉	10
3.1.3 人才优势显著，研发实力突出	11
3.2、规模优势突出，现金储备亮眼	12
3.3、聚焦设计业务，整体盈利水平或上升	14
4、内生+外延多维驱动成长	16
4.1、中交集团潜在资产注入	16
4.2、外延并购预期明确，打造国际化综合设计院	17
4.3、中交设计拓展海外业务逻辑通畅	17
4.4、产业链延申切入桥梁智慧监测与运维	19
5、中特估+国企改革+一带一路，估值或含预期差	20
6、盈利预测评级	21
7、风险提示	21

图表目录

图表 1：建筑板块中特估行情驱动因素及催化因素回顾	5
图表 2：国企改革支持政策频出	5
图表 3：资产置换	7
图表 4：发行股份购买资产	8
图表 5：配套募集资金	8
图表 6：2022 年六家子公司估值水平比较	8
图表 7：股东结构	9
图表 8：2022 年人均创收（万元）	10
图表 9：2022 年人均创利（万元）	10
图表 10：标的公司品牌声誉	10
图表 11：可比公司 2022 年专利数量	11
图表 12：可比公司 2022 年研发费用（亿元）	11
图表 13：2022 年设计公司营业总收入（亿元）	12
图表 14：2023 年 3 月 31 日设计公司总资产（亿元）	12
图表 15：2022 年设计公司货币资金（亿元）	13

图表 16: 中交设计期间费用率对比	13
图表 17: 中交设计净现比指标对比	13
图表 18: 中交设计收现比指标对比	13
图表 19: 中交设计 ROE 指标对比	14
图表 20: 中交设计净利率指标对比	14
图表 21: 勘察设计营收及毛利率	14
图表 22: 工程承包营收及毛利率	14
图表 23: 勘察设计业务净利率测算	15
图表 24: 可比公司设计业务净利率对比	16
图表 25: 2022 年潜在待注入资产	16
图表 26: 2023 年一带一路建筑设计市场规模	17
图表 27: 一带一路沿线设计标准占比	18
图表 28: 设计标准差异带来的成本影响	18
图表 29: 图表中国交建海外营收占比	19
图表 30: 图表 2022 年海外营收占比比较	19
图表 31: 图表路桥信息化系统	20
图表 32: 图表公规院对嘉绍大桥进行监测抗击台风“烟花”	20
图表 33: 重组后中交设计估值测算	20
图表 34: (市值-账面现金)/净利润的估值比较	21

1、主题投资是今年建筑板块重要投资思路

主题投资是今年建筑板块投资策略中重要的思路，板块（中信建筑指数）自 2022 年 11 月 22 日至 2023 年 5 月 8 日最高上涨 25.89%，“中特估”、“一带一路”及“AI+设计”是建筑板块今年主要的三个投资主题。

我们列出此轮行情中涨幅前十的股票，统计其 PE-EPS(TTM)变化情况（2023 年 5 月 8 日相较 2022 年 11 月 21 日的变化幅度），可以观察到领涨股票 PE、PB 的增长幅度基本均大于 EPS 的增长幅度，行情主要受估值因素驱动。

图表 1：建筑板块中特估行情驱动因素及催化因素回顾

证券简称	实际控制人	EPS(WIND 一致预期) 变化 (%)	前瞻 PE 变化 (%)	前瞻 PB 变化 (%)、	此阶段最大涨幅 (%)	主要催化
华建集团*	地方国资委	22.90	67.7	136.8	170.8	AI+设计
北方国际	国资委	(4.5)	150.5	105.4	151.6	一带一路
中钢国际	国资委	25.1	54.5	76.2	102.4	一带一路
中工国际	国资委	19.9	56.6	80.4	97.4	一带一路
龙建股份*	地方国资委	21.9	37.6	73.9	95.3	一带一路
陕建股份	地方国资委	(9.2)	88.6	45.1	80.0	一带一路
中国交建	国资委	5.4	68.6	58.1	79.7	中特估
中国铁建	国资委	6.3	66.3	61.3	77.5	中特估
中国中铁	国资委	13.0	52.7	58.8	73.8	中特估
设计总院	地方国资委	15.5	34.9	13.4	66.7	AI+设计

资料来源：WIND，华鑫证券研究（华建集团，龙建股份 2022 年无 EPS、PE、PB 一致预期数据，计算数值为 EPS (TTM)、PE (TTM)、PB (TTM) 变化幅度，其余公司计算数据来源为 WIND 一致预期）

1.1、央企兼并收购或成为下半年“中特估”投资重点之一

党的二十大专门部署了深化国资国企改革，2023 年作为二十大的开局之年，将乘势而上深入实施新一轮改革深化提升行动。2 月 15 日，求是《当前经济工作的几个重大问题》再次提出深化国企改革；2 月 28 日，国资委召开中央企业提高上市公司质量工作专题会，提出统筹推进中央企业高质量上市。基于政策的持续推出落地，下半年有望对央国企兼并收购改革进行深化提升。

图表 2：国企改革支持政策频出

时间	会议/文件/文章	主要内容
2022 年 6 月 17 日	中共中央宣传部举行的新时代国资国企改革发展情况发布会	国务院国资委将以深化供给侧结构性改革为主线，围绕建设世界一流企业目标，持续深入推进战略性重组和专业化整合
2022 年 10 月 16 日	党的二十大报告	深化国资国企改革，加快国有经济布局优化和结构调整，推动国有资本和国有企业做强做优做大，提升企业核心竞争力。

<p>2023年1月17日</p>	<p>国新办就2022年中央企业经济运行情况举行发布会</p>	<p>国资委和中央企业将全面学习贯彻落实党的二十大精神 and 中央经济工作会议部署，扎实推进提质增效稳增长，加快建设世界一流企业，乘势而上组织开展新一轮国企改革深化提升行动，切实加大科技创新工作力度，深入推进国有资本布局优化和结构调整，进一步增强国资监管效能，充分发挥基础保障和带动作用。</p>
<p>2023年2月9日</p>	<p>《关于做好2023年中央企业投资管理进一步扩大有效投资有关事项的通知》</p>	<p>一方面，要突出扩大有效投资，把稳投资工作放在更加重要的位置；另一方面，要优化投资布局方向。聚焦国家重大项目、基础设施建设、产业链强链补链等重点领域，推动企业在培育壮大战略性新兴产业、推进传统产业改造升级、强化能源资源安全保障。</p>
<p>2023年2月15日</p>	<p>求是《当前经济工作的几个重大问题》</p>	<p>深化国资国企改革，提高国企核心竞争力。要坚持分类改革方向，处理好国企经济责任和社会责任关系，健全以管资本为主的国资管理体制，发挥国有资本投资运营公司作用，以市场化方式推进国企整合重组，打造一批创新型国有企业。要完善中国特色国有企业现代公司治理，真正按市场化机制运营，加快建设世界一流企业。</p>
<p>2023年2月17日</p>	<p>张玉卓《为全面建设社会主义现代化国家开好局起好步作出国资央企更大贡献》</p>	<p>突出党建引领，加快建设新时代中央企业党建工作新格局；突出创造价值，扎实推动中央企业提质增效稳增长；突出科技自强，着力打造创新型国有企业；突出深化改革，开展新一轮国企改革深化提升行动；突出优化布局，加快实现产业体系升级发展；突出守牢底线，有效防范化解重大风险</p>
<p>2023年2月23日</p>	<p>国新办举行“权威部门话开局”系列主题新闻发布会介绍“深入学习贯彻党的二十大精神 全面推进中央企业高质量发展”</p>	<p>实施新一轮国企改革深化提升行动，主要考虑要抓好三个方面：一是加快优化国有经济布局结构，增强服务国家战略的功能作用；二是加快完善中国特色国有企业现代公司治理，真正按市场化机制运营；三是加快健全有利于国有企业科技创新的体制机制，加快打造创新型国有企业。</p>
<p>2023年2月28日</p>	<p>国资委召开中央企业提高上市公司质量工作专题会</p>	<p>要针对工作中的突出问题和薄弱环节，科学谋划、周密组织，统筹推进中央企业高质量上市，通过充分对接资本市场、助力稳定资本市场，为中央企业高质量发展提供坚实支撑、为建设中国特色现代资本市场贡献更大力量。</p>
<p>2023年3月27日</p>	<p>国资委党委学习贯彻习近平新时代中国特色社会主义思想 and 党的二十大精神研讨班开班</p>	<p>以市场化方式推进战略性重组，加快企业间同质业务整合，分步骤、有计划地加快调整优化国有经济布局结构</p>
<p>2023年6月14日</p>	<p>国资委召开中央企业提高上市公司质量暨并购重组工作专题会</p>	<p>下一步，中央企业要把握新定位、扛起新使命，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，以上市公司为平台开展并购重组，助力提高核心竞争力、增强核心功能，同时要进一步增强责任感和紧迫感，锐定提高上市公司质量重点任务，以更加务实有力的行动做优基本面、夯实基本功，为中央企业实现高质量发展、在构建新发展格局中更好发挥作用提供坚实支撑。</p>

资料来源：国务院、国资委、中国政府网、中国青年网、华鑫证券研究

我们认为并购重组或成为下半年“中特估行情”投资重点之一，原因如下：6月国资委召开中央企业提高上市公司质量暨并购重组工作专题会中，再次强调中央企业要以上市公司为平台开展并购重组，后续并购重组或成为深化央国企改革抓手。中交集团向祁连山注入六家旗下设计公司后（下称“中交设计”），中交集团还承诺将在三年内完成对水运院和中咨集团工程总承包业务的去化，并尽快注入中交设计，中交设计是少数存在明确资产重组预期的公司之一。

2、“中交设计”上市在即，整合资源打造国际化龙头

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104.3亿元，以置入中交集团旗下六家设计公司（下称中交设计），定价235亿元。

(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国交集团（控股中国交建、中国城乡），持股62.35%。

图表3：资产置换

	资产	实际控制人	最终作价 (亿元)	合计价格 (亿元)	支付方式
拟置出资产	祁连山有限100%股权	甘肃祁连山水泥集团股份有限公司	104.3	104.3	
	中交公路规划设计院有限公司100%股权		72.0		
	中交第一公路勘察设计研究院有限公司100%股权	中国交通建设股份有限公司	61.8		
	中交第二公路勘察设计研究院有限公司100%股权		67.8		
拟置入资产	中国市政工程西南设计研究总院有限公司100%股权		22.8	235.0	拟置出资产作价104.3亿元，拟置入资产作价235.0亿元，差额130.7亿元由祁连山以发行股份的方式向中国交建、中国城乡购买
	中国市政工程东北设计研究总院有限公司100%股权	中国城乡控股集团有限公司	9.4		
	中交城市能源研究设计院有限公司100%股权		1.2		

资料来源：wind，《中信证券股份有限公司关于甘肃祁连山水泥集团股份有限公司重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易之独立财务顾问报告》，公司公告，华鑫证券研究

图表 4：发行股份购买资产

发行方	发行对象	股票种类	每股面值 (元)	每股发行 价格 (元)	发行数量 (亿股)	发行数量合 计 (亿股)	发行方式
甘肃祁连山水泥 集团股份有限公司	中国交通建设 股份有限公司 中国城乡控股 集团有限公司	人民币普 通股 (A 股)	1.00	10.17	11.11	12.85	向特定对象非公开发行
					1.75		

资料来源：wind，《中信证券股份有限公司关于甘肃祁连山水泥集团股份有限公司重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易之独立财务顾问报告》，公司公告，华鑫证券研究

图表 5：配套募集资金

发行方式	发行对象	认购方式	资金金额 总额不超 过 34.0 亿元，不 超过本次 交易中发 行股份购 买资产交 易价格的 100%	发行数量 不超过上市 公司本次发 行前总股本 的 30%，约 2.3 亿股， 以最终发行 结果为准	资金用途 6 家设计院提升科创能 力项目、提升管理能力 项目、提升生产能力项 目和补充流动资金
向特定对象非公开发 行	不超过 35 名 (含 35 名) 符合 法律、法规的特定对象	均以现金方 式并以相同 价格认购			

资料来源：wind，《中信证券股份有限公司关于甘肃祁连山水泥集团股份有限公司重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易之独立财务顾问报告》，公司公告，华鑫证券研究

六家设计院各估值合理，三家公路院收入占比为 84%。除能源院外，剩余五家设计院近 3 年 ROE 在 13%-20%之间，PE 在 12-16 区间。从收入体量上看三家公路院占比较高，2022 年收入占比约 84%。

图表 6：2022 年六家子公司估值水平比较

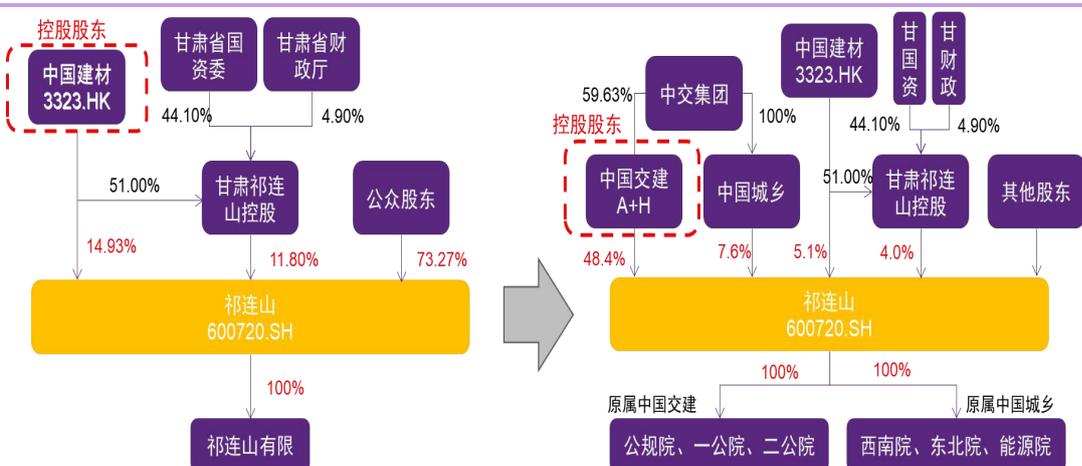
单位：万元	收入	净利润	ROE	PE	PB	净利率
中交公路规划设计院有 限公司	337,179.5	56,219.8	20.2%	12.8	2.6	16.7%
中交第一公路勘察设计 研究院有限公司	403,514.0	50,077.9	20.0%	12.3	2.5	12.4%
中交第二公路勘察设计 研究院有限公司	376,855.7	47,340.9	13.8%	14.3	2.0	12.6%
中国市政工程西南设计 研究总院有限公司	97,585.5	15564.6	20.5%	14.6	3.0	15.9%

中国市政工程东北设计 研究总院有限公司	100,901.5	5786.6	17.1%	16.3	2.8	5.7%
中交城市能源研究设计 院有限公司	11,831.8	894.7	8.2%	13.4	1.1	7.6%

资料来源: wind, 《一公院审计报告》, 《二公院审计报告》, 《公公院审计报告》, 《东北院审计报告》, 《能源院审计报告》, 《西南院审计报告》, 公司公告, 华鑫证券研究

本次交易完成后, 公司主业将变更为基建设计业务, 实际控制人将由中国建材集团变更为中交集团(控股中国交建、中国城乡), 持股 56.02% (假设募集配套资金发行股份数量为发行前上市公司总股本的 30%, 且中国交建、中国城乡不参与配套资金募集)。

图表 7: 股东结构



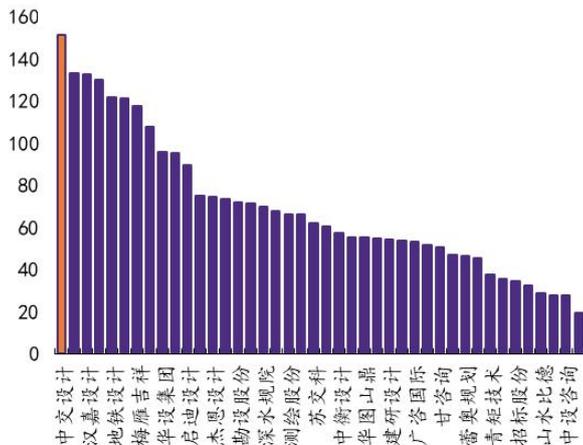
资料来源: wind, 《甘肃祁连山水泥集团股份有限公司重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书(草案)(修订稿)》, 公司公告, 华鑫证券研究

3、中交设计综合实力遥遥领先, 经营质量优秀

3.1、三位一体塑造公司高端项目承接能力

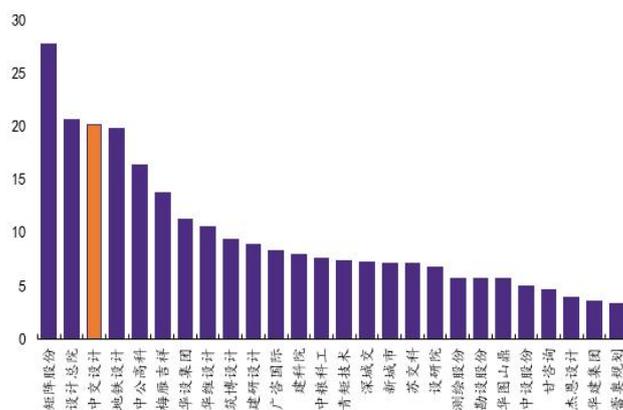
中交设计拥有股东+品牌+人才三位一体的独特优势: 1) 公司实际控制人为中交集团, 公司将成为国内少数国务院国资委背景的建筑领域上市公司, 同时中交集团作为国内基础设施建设领导者, 可以在全方位基建领域为公司提供技术帮助; 2) 中交设计拥有高端的品牌声誉, 在多个领域享有盛名; 3) 中交设计拥有全国工程勘察设计大师 8 人, 享受国务院津贴 65 人, 人才优势明显。公司依靠三位一体优势, 承接高端项目比例高, 2022 年人均创收 151.4 万元、创利 20.06 万元, 分别位列行业第一、第三, 行业稀缺属性明显。

图表 8：2022 年人均创收（万元）



资料来源：wind，《中信证券股份有限公司关于甘肃祁连山水泥集团股份有限公司重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易之独立财务顾问报告》，华鑫证券研究

图表 9：2022 年人均创利（万元）



资料来源：wind，《中信证券股份有限公司关于甘肃祁连山水泥集团股份有限公司重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易之独立财务顾问报告》，华鑫证券研究

3.1.1 大股东背景雄厚，全面赋能公司设计业务

中交设计控股股东为中国交建，实际控制人是中交集团，重组完成后，公司将成为国内少数拥有国务院国资委背景的建筑领域上市公司。当前建筑设计领域上市公司以民企和地方国企为主，公司背景实力优势明显。

中交集团有望在“客户获取”+“业务能力”两个方面对中交设计进行赋能。订单获取方面，中交集团与多省市政府签署了战略合作协议，建立了宝贵的增量业务渠道。业务能力方面，中交连续 16 年荣膺 ENR 全球最大国际承包商中资企业首位，是世界最大的港口、公路与桥梁建设公司，有着全方位的基建领域覆盖能力，可以为公司在合作项目中提供技术辅助，支持项目建设得以平稳推进。

3.1.2 打造多个顶尖项目，积累高端品牌声誉

中交设计曾打造海内外多个顶尖项目，包括世界上首座突破千米跨径的第一大跨径斜拉桥苏通长江大桥、世界上最大规模的跨海交通集群工程港珠澳大桥等等。中交公路规划设计院有限公司（下称“公规院”），在大跨度桥梁、沉管隧道设计领域达到世界一流水平，具有国际知名度；中交第一公路勘察设计研究院有限公司（下称“一公院”），路综合交通勘察设计业务保持国内一流；中交第二公路勘察设计研究院有限公司（下称“二公院”），具备各种复杂结构工程的项目管理能力。顶尖项目+强劲的技术实力，给标的公司积累了丰富的客户资源和良好的市场口碑，成为国内外许多知名企业和大型工程设计项目的优选合作伙伴。

图表 10：标的公司品牌声誉

子公司	全称	优势领域	代表项目	品牌声誉

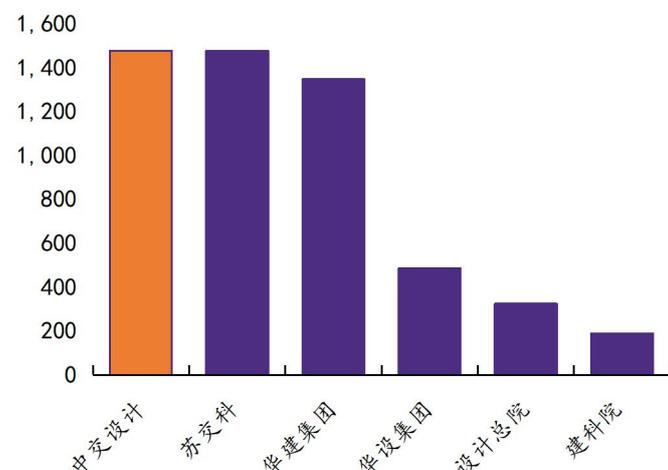
公规院	中交公路规划设计院有限公司	大跨度桥梁、沉管隧道	港珠澳大桥、马来西亚槟城第二跨海大桥、东天山特长隧道	“十五期间科技创新先进企业”、“中国桥梁建设十大英雄团队”
一公院	中交第一公路勘察设计研究院有限公司	智慧交通、高海拔寒区公路	青藏高原高速公路、天山公路、310国道东海段“科技兴安”工程	国家大型工程勘察、设计、咨询、监理骨干企业之一，是交通系统最早获得“中国勘察设计综合实力百强”的单位；牵头承担“高海拔高寒地区高速公路建设技术”“道路交通安全主动防控技术及系统集成”两项“国字号”科技项目的行业唯一单位
二公院	中交第二公路勘察设计研究院有限公司	特长隧道、地下空间	牙买加南北高速公路、秦岭天台山特长隧道	公路勘察设计行业综合实力最强的企业之一，连年入榜“中国工程设计企业60强”
西南院	中国市政工程西南设计研究总院有限公司	污泥处理、地下管廊	大理洱海环湖截污工程、兴隆湖生态水环境综合整治及环湖景观带项目	连续5年获得ENR/建筑时报“中国工程设计企业60强”称号，连续3年跻身ENR/建筑时报“最具效益工程设计企业10强”
东北院	中国市政工程东北设计研究总院有限公司	水域治理、环保产业	哈尔滨磨盘山水库供水工程、长春市伊通河综合治理工程	主编的国家规范、手册、标准达到20余项并得到广泛的应用
能源院	中交城市能源研究设计院有限公司	城市燃气、清洁供热、智慧供热	沈阳市加压气化厂、华晨宝马大东厂区天然气分布式能源项目	近百项设计成果获得省、部、市级科技进步、优秀咨询、优秀勘察设计一、二、三等奖

资料来源：祁连山重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）（修订稿），中建西南院，中国桥梁网，华鑫证券研究

3.1.3 人才优势显著，研发实力突出

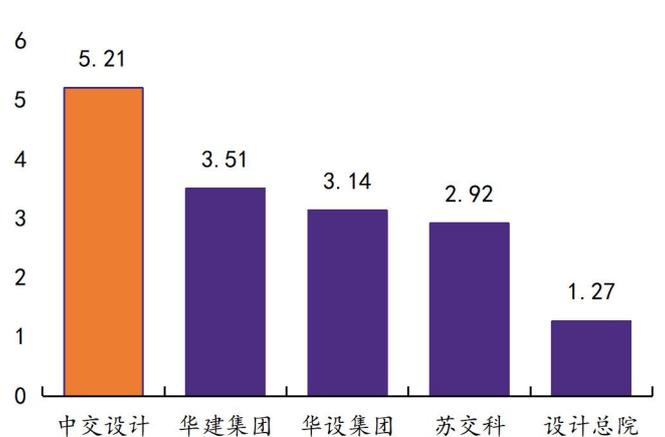
中交设计始终把设计队伍的建设放在企业发展战略的重要位置，拥有一批在公路、桥梁及市政设计行业工作多年、具备丰富设计和工程管理经验行业成熟型人才，中交设计拥有8名全国勘察设计大师，可比公司中仅少于华建集团的10名，享受国务院津贴的人才达65人。中交设计重视研发投入，2022年拥有专利数量1503项，研发费用5.21亿元，高于行业可比公司。

图表 11：可比公司 2022 年专利数量



资料来源：祁连山重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）（修订稿），wind，华建集团公

图表 12：可比公司 2022 年研发费用（亿元）



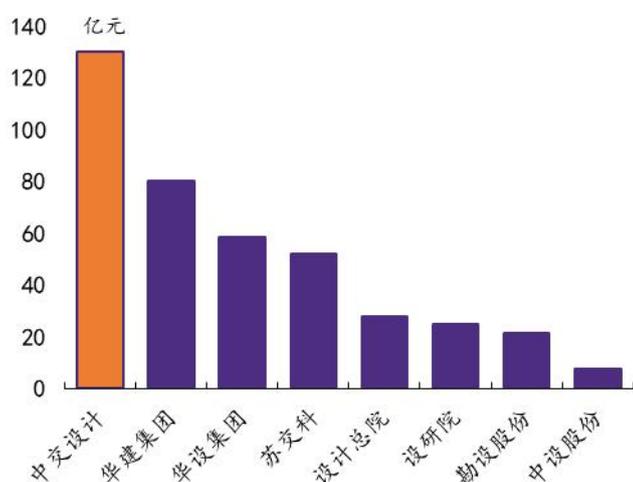
资料来源：祁连山重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）（修订稿），wind，华鑫证券研究

公司公告，设计总院公司公告，华鑫证券研究

3.2、规模优势突出，现金储备亮眼

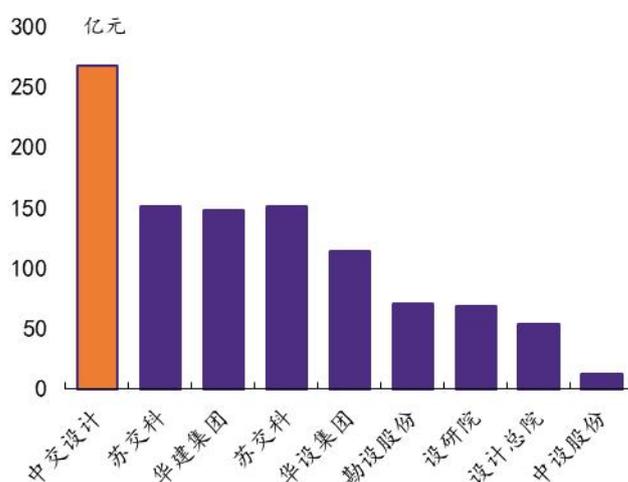
中交设计 2020/2021/2022 年实现营收 131.3/129.4/130.2 亿元，实现净利润 14.0/14.4/17.1 亿元，营收位列行业第一。截止 2022 年，中交设计总资产 281.4 亿元，其中货币资金储备 85.7 亿元，远远领先于其他设计企业，为公司未来计划收并购国内外设计咨询公司提供充足的资金支持。

图表 13：2022 年设计公司营业总收入（亿元）



资料来源：Wind，祁连山重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案），华鑫证券研究

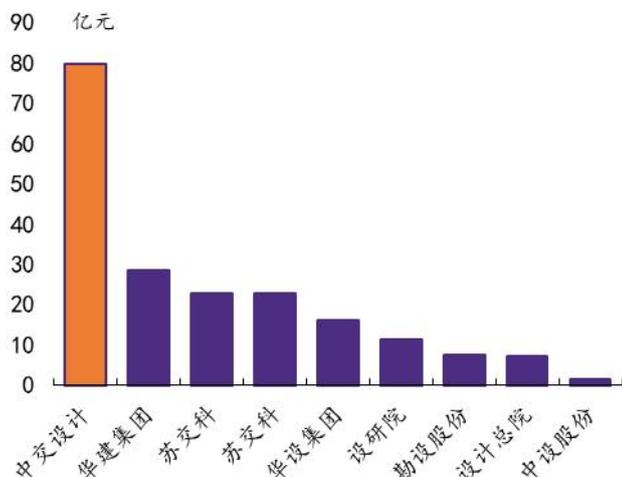
图表 14：2023 年 3 月 31 日设计公司总资产（亿元）



资料来源：Wind，祁连山重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案），华鑫证券研究

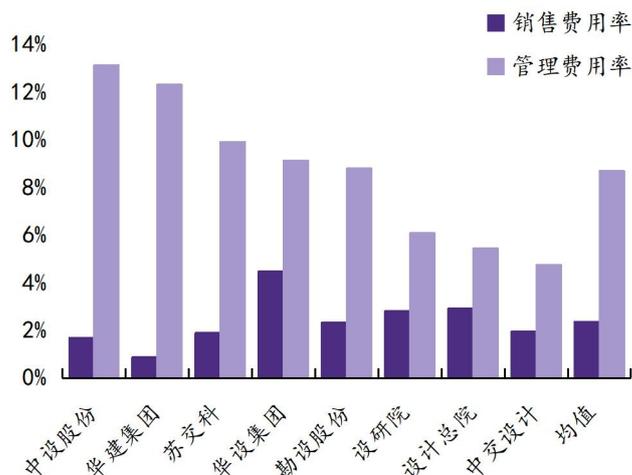
期间费用率方面，中交设计规模优势突出，期间费用率较可比公司优势显著，2022 年中交集团销售费用率/管理费用率为 1.94%/4.75%，低于可比公司均值 0.48pct/4.50pct。

图表 15: 2022 年设计公司货币资金 (亿元)



资料来源: Wind, 祁连山重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书 (草案), 华鑫证券研究

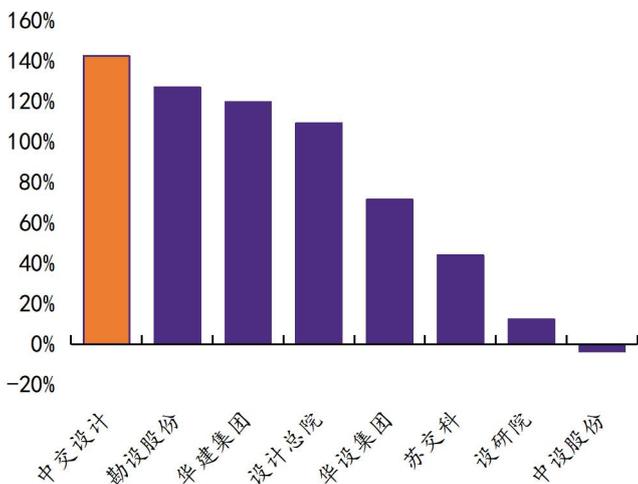
图表 16: 2022 年中交设计期间费用率对比



资料来源: Wind, 祁连山重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书 (草案), 华鑫证券研究

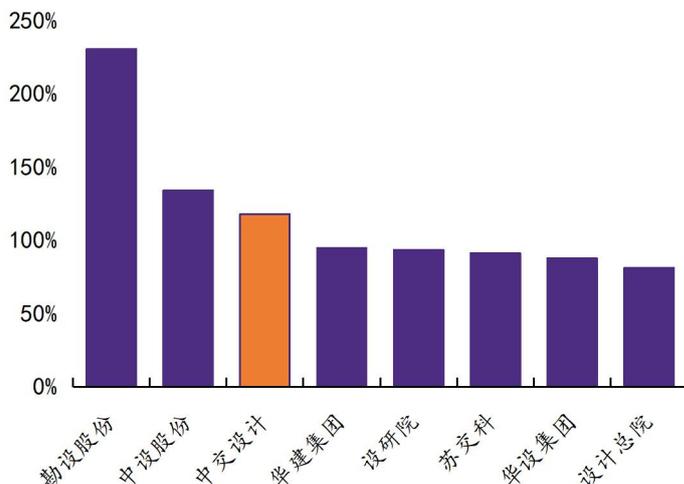
现金流方面, 中交设计 2022 年净现比/收现比为 142.8%/118.1%, 两项指标均明显优于可比公司, 公司现金管理能力优势突出。

图表 17: 中交设计净现比指标对比



资料来源: Wind, 祁连山重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书 (草案), 华鑫证券研究

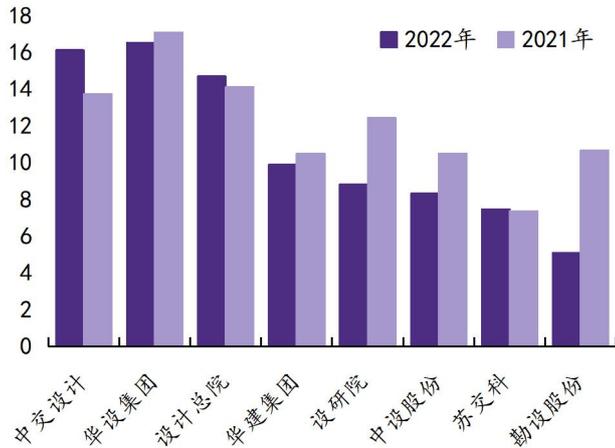
图表 18: 中交设计收现比指标对比



资料来源: Wind, 祁连山重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书 (草案), 华鑫证券研究

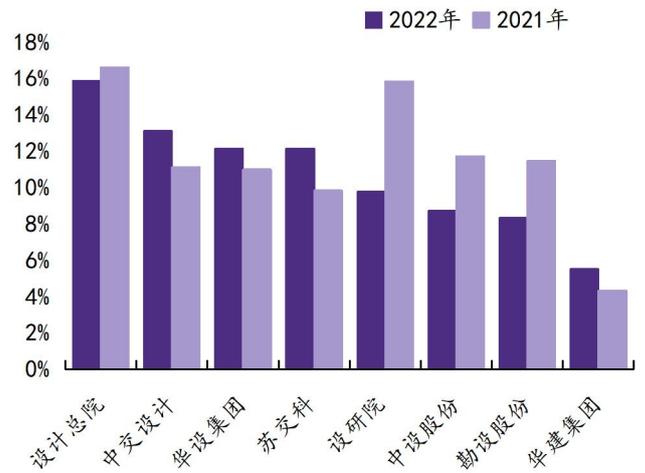
盈利能力方面, 中交设计 2021/2022 年度净资产收益率为 13.75%/16.13%, 公司 ROE 水平优于可比公司。公司近 2021/2022 年销售净利率水平为 11.14%/13.12%, 位于可比公司前列。公司盈利能力突出, 且逐年精进, 未来利润成长空间广阔。

图表 19: 中交设计 ROE 指标对比



资料来源: Wind, 祁连山重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书(草案), 华鑫证券研究

图表 20: 中交设计净利率指标对比

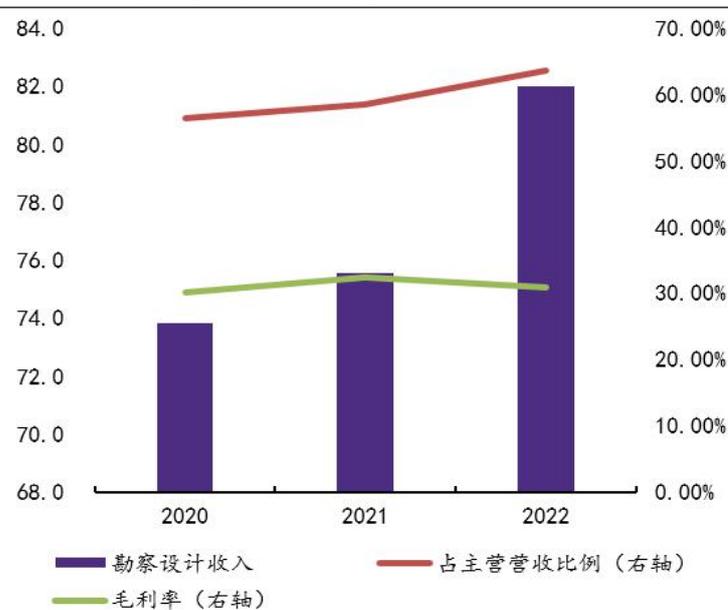


资料来源: Wind, 祁连山重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书(草案), 华鑫证券研究

3.3、 聚焦设计业务, 整体盈利水平或上升

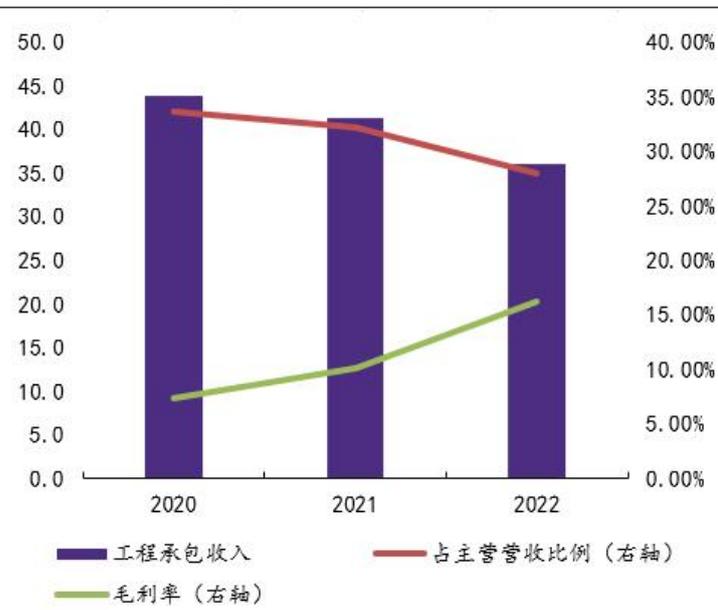
中交设计 2020/2021/2022 分别实现勘察设计业务收入 73.8/75.6/82.0 亿元, 占主营营收比例 56.6%/58.6%/63.6%, 占比逐年上升。勘察设计业务毛利率水平近三年分别为 30.1%/32.5%/30.9%, 维持稳定水平。实现工程承包收入 43.9/41.2/36.1 亿元, 占主营营收比例 33.6%/32.1%/28.0%, 占比逐年下降。工程承包业务近三年毛利率水平 7.4%/10.1%/16.2%, 逐年上升, 主要系部分 EPC 项目为联合体牵头方采取净额法确认收入。未来公司将更加聚焦设计咨询主业, 设计主业占比将望进一步增加, 有利于毛利率水平进一步上升, 提升盈利质量。

图表 21: 勘察设计营收及毛利率(亿元)



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 22: 工程承包营收及毛利率(亿元)



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

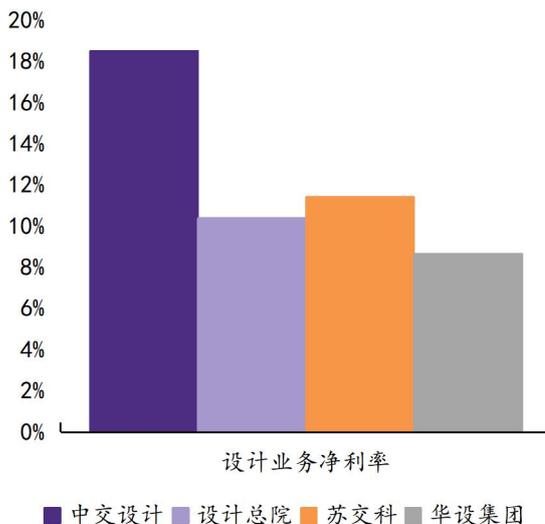
中交设计的设计业务净利率测算为 17.6%，凸显公司竞争优势。中交设计表示今后将不再独立开展工程总承包业务，而是以联合体方式参与工程总承包中的设计及项目管理业务。我们大致测算了公司设计业务的净利率为 17.6%，在基建设计院里面属于顶尖水平。测算过程如下表，其中工程业务净利率参考大型央企国企基建企业净利率水平，其他业务营收占比小，净利率参考公司整体净利率水平。

图表 23：勘察设计业务净利率测算

项目（单位：亿元）	2022 年
营收	130.2
净利润	17.1
工程业务营收	36.1
工程业务净利率	3.00%
工程业务净利润	1.1
其他业务营收	12.1
其他业务净利率	13.12%
其他业务净利润	1.6
设计业务营收	82.0
设计业务净利润	14.4
设计业务净利率	17.6%

资料来源：WIND，公司公告，华鑫证券研究；备注：工程业务净利率参考工程承包行业平均净利率，假设为 3%

图表 24: 可比公司设计业务净利率对比



资料来源: wind, 公司公告, 华鑫证券研究; 备注: 假设其他设计公司的工程承包业务净利率为 3%, 其他业务净利率假设为各公司综合净利率

综上, 中交设计的竞争优势主要体现在: 1) 大股东中国交建背景雄厚, 是少数中央国资委控股的上市设计公司。中国交建全方位覆盖基建领域所有业务, 中交设计和集团的协同效应明显; 2) 中交设计曾打造海内外多个顶尖项目, 积累了良好的品牌声誉, 为未来聚焦高端设计项目奠定基础; 3) 中交设计拥有 8 名全国勘察设计大师, 人才优势明显, 技术实力全行业领先; 4) 资产规模、盈利规模均为全行业领先水平, 公司规模优势突出, 期间费用率较低, 公司现金管理能力强, 盈利质量处于行业领先水平, 同时账面留有大量现金为后续收并购业务提供支持; 5) 公司未来聚焦设计业务, 盈利水平有望持续改善, 进一步提升经营质量。

4、内生+外延多维驱动成长

4.1、中交集团潜在资产注入规模仍较大

本次资产置换资产规模 235.0 亿元, 未来可注入水运设计资产仍有 289.3 亿元 (对应约 8 亿净利润)。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 亿元, 净利润合计约 8 亿元。

图表 25: 2022 年潜在待注入资产

所属二级公司	主要设计资产	业务性质	主营业务类型	资产 (亿元)	净利润 (亿元)
四家航务院+水规院	中交第一航务工程勘察设计院有限公司	基建设计	水运设计	60.2	1.6
	中交第二航务工程勘察设计院有限公司	基建设计	水运设计	57.1	0.7

中交第三航务工程勘察设计院有限公司	基建设计	水运设计	51.9	1.7
中交第四航务工程勘察设计院有限公司	基建设计	水运设计	80.0	2.6
中交水运规划设计院有限公司	基建设计	水运设计	40.0	1.4
合计			289.3	8.0

资料来源: wind, 中国交建年报, 华鑫证券研究

4.2、外延并购预期明确，打造国际化综合设计院

中交设计在7月28日答复上交所问询函中，明确提出将使用20-30亿元的资金作为并购用途。中交设计未来计划收购优质设计业务标的，如国内技术底蕴深厚的区域性老牌市政设计院、海外具有丰富国际工程经验和国际水准的高端设计事务所等，实现地下空间、超大型交通枢纽、园林绿化等业务领域快速补短板。

根据中交设计重组文件，未来将积极实施“内部整合，外部并购”的战略发展：（1）**对内整合方面**：聚焦人文城市、宜居城市、韧性城市、绿色城市、智能城市建设，着力构建中交特色城市综合设计咨询品牌，通过内部整合，加快形成专业的城市业务设计咨询力量，支持公司进军城市战略落实落地。（2）**对外并购方面**：在东南亚、欧洲等优势区域和战略区域积极跟踪收购海外优质咨询公司的机会，从而协同推进设计咨询业务的海外增量发展，进一步提升设计咨询业务在海外的市场占有率和品牌影响力。

4.3、中交设计拓展海外业务逻辑通畅

我们测算2023年“一带一路”海外建筑设计规模约1374亿元，一带一路十周年有望推动增长。随着我国建筑业改革步伐加快，特别是在“一带一路”倡议推动下，我国建筑业逐渐进入了产业链整体“出海”的时期。4月18日，“中国—中亚五国”经贸部长首次会议举行。在元首外交的战略引领下，中国同中亚五国务实合作取得丰硕成果，实现共建“一带一路”合作文件、中长期经贸合作规划“全覆盖”。

图表 26：2023 年一带一路建筑设计市场规模

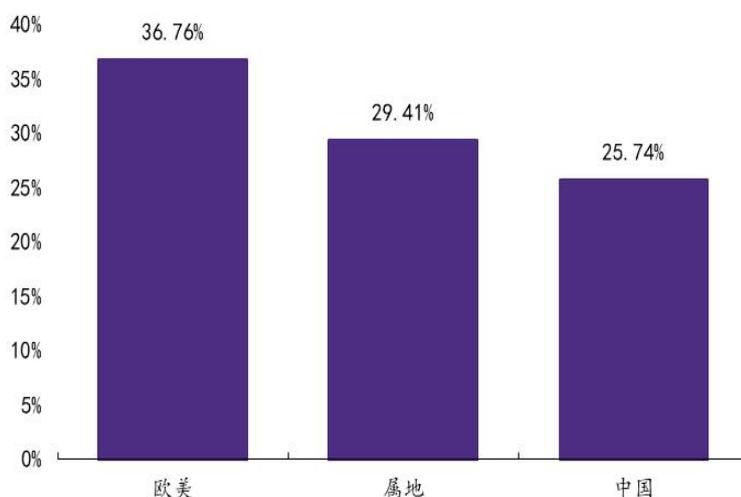
项目	市场空间	备注
中东建筑业规模(亿美元)	3814	Research and Markets
俄罗斯建筑业规模(亿美元)	2424	Global Data
东南亚建筑业规模(亿美元)	2093	
北非建筑业规模(亿美元)	1483	Auti.Africa
合计建筑业规模(亿美元)	9813	

设计产值占建筑业比重	2%	参考过去五年平均水平
一带一路建筑设计规模(亿元)	1373.82	美元兑人民币汇率假设为 7

资料来源: Research and Markets, Global Data, Auti. Africa, 华鑫证券研究; 备注: 部分建筑业规模通过其他年份及增速推导而出

一带一路沿线市场，中国交通设计标准占比较低，带来设计成本差异。中国在交通领域设计标准占比 25.74%，低于欧美设计标准 36.76%。设计标准的差异不仅阻碍了中国企业承接更多的项目，也会因此带来包扩设计成本、材料成本、施工成本等三个方面的成本上升。

图表 27: 一带一路沿线设计标准占比



资料来源: 中国工程建设标准化协会, 华鑫证券研究

图表 28: 设计标准差异带来的成本影响

项目	原因及示例
设计成本	海外项目设计单位一般只进行功能设计或概念设计，需要深化设计后才能展开施工；在设计管理过程中，监理和设计咨询审图过程漫长，容易出现反复沟通、重复多次报审、反复修订意见等情况，导致图纸批复滞后，影响后续施工和采购进展。
材料成本	中国的施工材料国际化程度低，国际通用标准大多比中国标准严格。在采取更高标准后，中国的材料大多不符合国际标准，不得不采购比中国标准成本高的国际标准原材料和设备，由此造成成本明显增加。

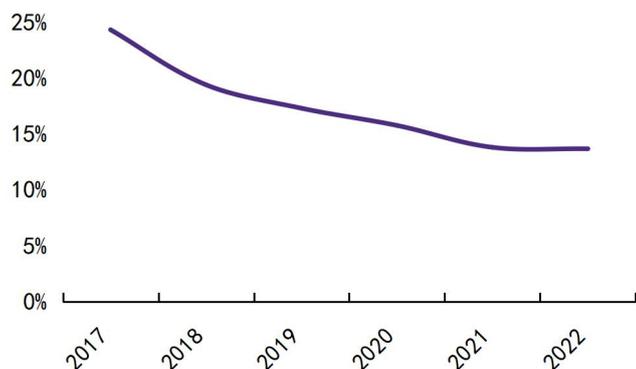
施工成本

国内的施工规程标准与海外也存在差异。比如中国钢筋焊接规程在越南便不适用，施工方采用半逆作法施工，但当地监理及业主并不认可，要求按照越南当地规范，对焊缝焊接质量、材料含碳量等指标重新检验，这种情况在其他国家也较为普遍。

资料来源：《海外项目与国内项目差异性分析》，华鑫证券研究

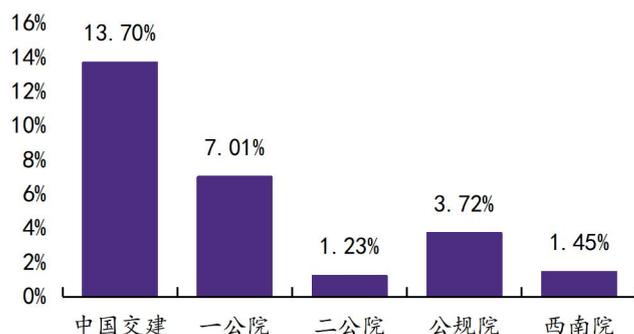
中交设计上市后作为设计领域龙头，有望发挥协同效应，提高中国设计标准占比，海外业务增长空间大。中国设计标准占比低，主要系中国缺乏统一的对外设计语言，《“一带一路”大实践》中指出，设计图纸就像设计师的语言，沟通成本就会上升。中交设计上市后，对外使用统一的设计语言，配合股东中交集团战略优先发展海外，海外业务有望加速提升（海外营收占比 13.7%，中交设计平均占比 3.86%，）。

图表 29：中国交建海外营收占比



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 30：2022 年海外营收占比比较



资料来源：wind，《中信证券股份有限公司关于甘肃祁连山水泥集团股份有限公司重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易之独立财务顾问报告》，华鑫证券研究

4.4、产业链延伸切入桥梁智慧监测与运维

桥梁的智慧监测与运维市场广阔，中交设计布局领先。公路桥梁在投入运营 30~40 年后，结构性能下降速率开始加快，需要全周期的数字化运维系统对桥梁进行实时的监测与养护。中交公规院先后在杭州湾大桥、苏通大桥、嘉绍大桥等全国重点桥梁工程开展了基于管养历程数据、专项监测数据等的“多源融合、多维面向、问题导向”的综合评估实践。2021 年 7 月，公规院凭借监测技术有效帮助嘉绍大桥抗击建国以来登陆浙江舟山的最强台风“烟花”。随着我国桥梁逐步进入运营维护期，存量基础设施智能运维市场正在快速兴起。

图表 31：路桥信息化系统



资料来源：《桥梁数字化管养——从数据生产向数据挖掘的蜕变》，华鑫证券研究

图表 32：公规院对嘉绍大桥进行监测抗击台风“烟花”



资料来源：《国家综合立体交通网规划纲要》，中交公路规划设计院官网，华鑫证券研究

5、“中特估+国企改革+一带一路”，估值或含预期差

测算重组后中交设计对应 2023 年 9 月 28 日股价 PE 为 14.17，低于行业均值 19.86。据测算，公司资产重组完成后市值为 231.86 亿元，按 2022 年重组后归母净利润 16.36 亿元计算，对应 2023 年 9 月 28 日股价 PE 为 14.17。根据 wind 工程咨询服务 (857261.SI) 统计口径，2023 年 9 月 28 日工程设计行业 PE 的平均值为 19.86。公司作为设计行业龙头，估值水平较低，修复空间大。

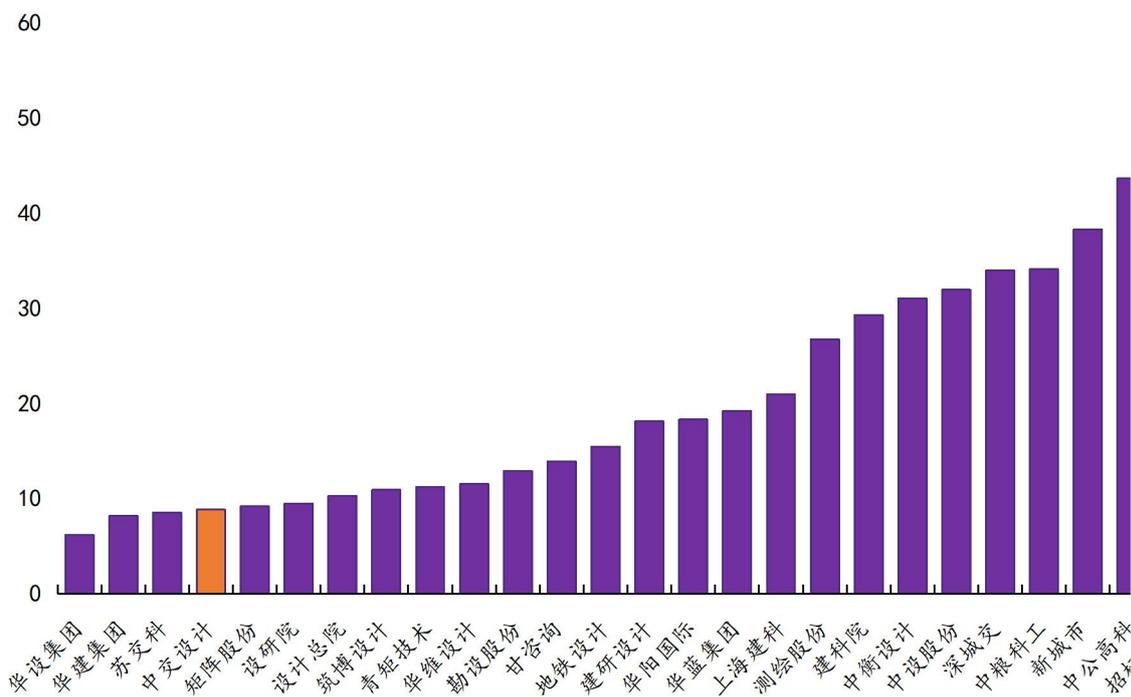
图表 33：重组后中交设计估值测算

项目	测算	备注
股价	11.25	
公司总股本（重组前，亿股）	7.76	
新发行股份价格	10.17	
新发行股本数量（亿股）	12.85	《中信证券股份有限公司关于甘肃祁连山水泥集团股份有限公司重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易之独立财务顾问报告》
总股本	20.61	
总市值	231.86	
2022 年重组后归母净利（亿）	16.36	
PE	14.17	
行业平均 PE	19.86	参考 wind 工程咨询服务 857261.SI 数值统计

资料来源: wind, 公司年报, 《中信证券股份有限公司关于甘肃祁连山水泥集团股份有限公司重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易之独立财务顾问报告》, 华鑫证券研究; 备注: 图中包括股价 PE 及行业平均 PE 的数值选取时间在 2023.09.28; 因配套募集资金的发行价格尚不确定, 计算中暂未考虑配套资金

考虑中交设计的现金资产较多, (市值-账面现金)/净利润的估值法, 估值水平位于行业底部 10%分位。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, 将整个设计板块全部按照上述估值法进行重新估值后, 按 9 月 28 日价格计算, 中交设计估值较低, 位于底部 10%分位。

图表 34: (市值-账面现金)/净利润的估值比较



资料来源: wind, 公司年报, 《中信证券股份有限公司关于甘肃祁连山水泥集团股份有限公司重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易之独立财务顾问报告》, 华鑫证券研究; 备注: 数据选取日期为 2023 年 9 月 28 日; 数据选取公司参考范围为申万 (2021) 工程咨询服务, 由于公司数目较多, 剔除部分规模较小公司

6、盈利预测评级

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 68.3、70.8、75.4 亿元, EPS 分别为 0.57、0.71、0.89 元, 当前股价对应 PE 分别为 19.8、15.8、12.6 倍, 给予“买入”投资评级。

7、风险提示

- (1) 基建投资不及预期;
- (2) 重组进程不及预期;
- (3) 外延扩张不及预期;
- (4)

海外业务发展不及预期；（5）行业竞争加剧等。

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	1,539	2,164	2,781
应收款	426	374	388	413
存货	766	765	777	810
其他流动资产	292	273	283	302
流动资产合计	2,556	2,951	3,611	4,306
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	11,607	11,779	12,018
流动负债:				
短期借款	150	150	150	150
应付账款、票据	945	918	932	972
其他流动负债	499	499	499	499
流动负债合计	1,804	1,567	1,581	1,621
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	2,019	2,033	2,073
所有者权益				
股本	776	776	776	776
股东权益	9,462	9,588	9,746	9,945
负债和所有者权益	11,716	11,607	11,779	12,018

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	818	476	596	747
少数股东权益	60	35	43	54
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	-165	-22	-37
经营活动现金净流量	1222	840	1093	1208
投资活动现金净流量	-374	456	440	411
筹资活动现金净流量	-382	-350	-438	-549
现金流量净额	465	946	1,095	1,070

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7,974	6,825	7,079	7,540
营业成本	5,915	5,537	5,621	5,861
营业税金及附加	161	48	50	53
销售费用	80	68	71	75
管理费用	764	614	637	679
财务费用	-18	-35	-40	-55
研发费用	0	0	0	0
费用合计	826	648	668	699
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	582	731	917
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	587	736	922
所得税费用	191	111	139	174
净利润	818	476	596	747
少数股东损益	60	35	43	54
归母净利润	758	442	553	693

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	3.9%	-14.4%	3.7%	6.5%
归母净利润增长率	-20.0%	-41.8%	25.2%	25.3%
盈利能力				
毛利率	25.8%	18.9%	20.6%	22.3%
四项费用/营收	10.4%	9.5%	9.4%	9.3%
净利率	10.3%	7.0%	8.4%	9.9%
ROE	8.0%	4.6%	5.7%	7.0%
偿债能力				
资产负债率	19.2%	17.4%	17.3%	17.2%
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6
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	0.57	0.71	0.89
P/E	11.5	19.8	15.8	12.6
P/S	1.1	1.3	1.2	1.2
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。