

# 中国交建 (601800.SH)

扣非归母净利润同比增长 58%，投资结构持续优化

买入

## 核心观点

**营收同比增长 5.1%，扣非归母净利润同比增长 58.2%。**2023 年公司实现营业收入 7586.7 亿元，同比+5.1%，实现归母净利润 238.1 亿元，同比+23.6%，实现扣非归母净利润 216.7 亿元，同比+58.2%。2022 年公司发行公募 REITs 处置项目公司，非经常性的非流动资产处置损益较高(2022 年计入 41.74 亿元，本期为 10.35 亿元)，故 2023 年扣非净利润实现高增长，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，海外订单显著回暖。**2023 年新签合同额 17532 亿元，同比+13.7%，其中基建建设/基建设计/疏浚业务/其他分别新签合同额 13671/549/1067/136 亿元，同比+14.0%/+2.0%/+11.8%/+43.5%。2023 年公司实现海外新签合同额 3197 亿元，同比+47.5%，达到历史新高，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，将有望持续受益于海外基建需求回暖。

**持续优化投资结构，短周期的城综开发成为主导。**2023 年公司权益口径投资类项目确认投资额 2086.2 亿元，同比-1.4%，其中预计建安金额 1501.4 亿元，同比-18.2%。投资类项目中建安比例下降，意味着预期资本性收益占比提升，或驱动投资类业务毛利率提升。BOT/政府付费项目/城市综合开发投资额分别+164.2%/-65.3%/+12.0%。公司城市综合开发业务投资占比升至近六成，该业务收款周期相对较短，收款情况良好，累计完成投资 1679 亿元，累计回款 1523 亿元。2023 年公司实现特许经营类运营收入 76.94 亿元，同比+8.8%，净亏损 19.5 亿元，与上年相当。

**减值损失减少，费用率保持平稳。**2023 年公司计提减值损失 86.0 亿元，同比-13.8%，减值与营收的比例由下降 0.25pct 至 1.13%。2023 年公司期间费用率为 6.26%，较上年上升 0.20pct，主要由研发费用率上升 0.35pct 驱动。

**现金流改善，收付现比相对健康。**2023 年公司实现经营活动产生的现金流量净额 120.7 亿元，较上年增加 116.3 亿元，归母净利润现金含量提升至 50.7%，随着公司加强应收账款管理和持续优化投资结构，经营性现金流出现明显改善。2023 年公司收现比 94.5%，付现比 92.1%，分别较上年-0.1pct/-3.2pct，公司收付现比差额扩大，且保持在 90%以上相对健康的水平。

**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：上调盈利预测，维持“买入”评级。**公司新签合同额稳健增长，海外业务显著回暖，投资结构持续优化，现金流显著改善。考虑公司 2023 年新签合同额增长较快，投资结构优化，预期盈利能力提升，2024-2025 年归母净利润预测由 248.9/284.3 亿元上调至 277.6/312.7 亿元，每股收益由 1.54/1.76 元上调至 1.71/1.92 元，对应当前股价 PE 为 5.2/4.6X，维持“买入”评级。

## 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	720,275	758,676	820,888	888,201	961,033
(+/-%)	5.1%	5.3%	8.2%	8.2%	8.2%
净利润(百万元)	19104	23812	27761	31274	34465
(+/-%)	6.2%	24.6%	16.6%	12.7%	10.2%

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

## 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：卢思宇

0755-81981872

lusiyu1@guosen.com.cn

证券分析师：朱家琪

021-60375435

zhujiaqi@guosen.com.cn

S0980524010001

## 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	10.37 - 12.64 元
收盘价	8.87 元
总市值/流通市值	144405/144405 百万元
52 周最高价/最低价	13.15/6.81 元
近 3 个月日均成交额	823.75 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)-前三季度扣非业绩+22.2%，海外订单加速回暖》——2023-11-02

《中国交建(601800.SH)-海外订单回暖，特许经营业务持续减亏》——2023-08-31

《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

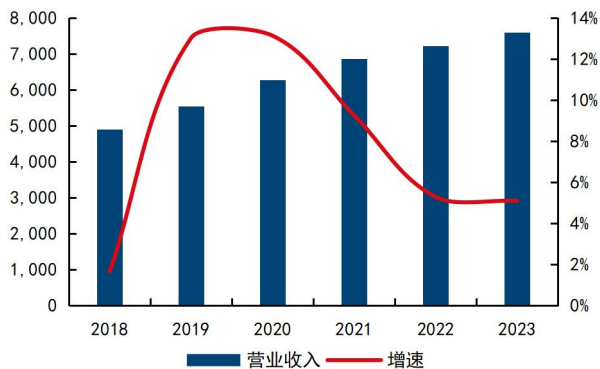
每股收益 (元)	1.18	1.46	1.71	1.92	2.12
EBIT Margin	5.1%	5.9%	6.0%	6.2%	6.3%
净资产收益率 (ROE)	6.8%	7.9%	8.7%	9.3%	9.7%
市盈率 (PE)	7.5	6.0	5.2	4.6	4.2
EV/EBITDA	25.6	24.6	24.0	23.2	22.8
市净率 (PB)	0.51	0.48	0.45	0.43	0.41

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

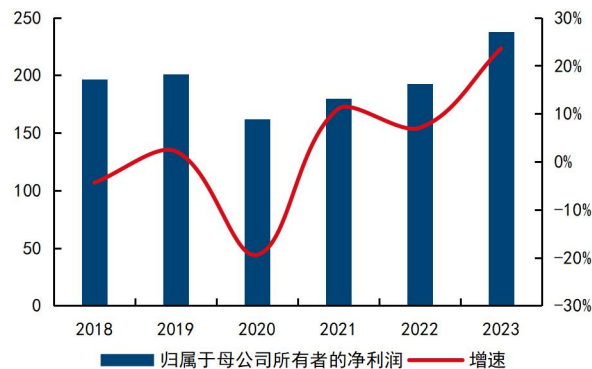
**营收同比增长 5.1%，扣非归母净利润同比增长 58.2%。**2023 年公司实现营业收入 7586.7 亿元，同比+5.1%，实现归母净利润 238.1 亿元，同比+23.6%，实现扣非归母净利润 216.7 亿元，同比+58.2%。2022 年公司发行公募 REITs 处置项目公司，非经常性的非流动资产处置损益较高（2022 年计入 41.74 亿元，本期为 10.35 亿元），故 2023 年扣非净利润实现高增长，反映公司基建主业盈利能力持续增强。

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

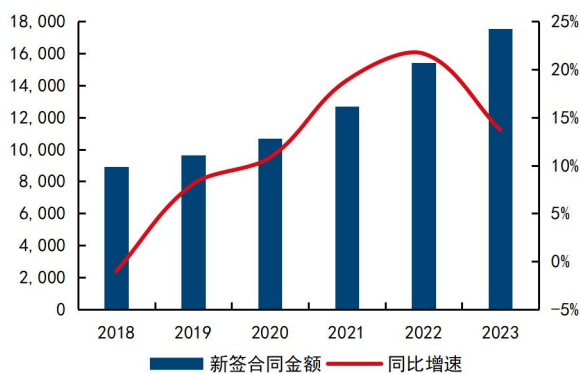
图2：中国交建归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

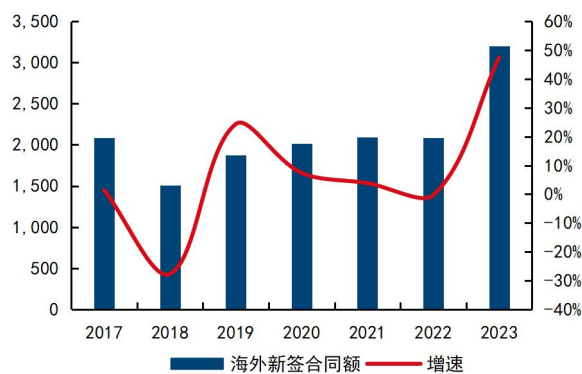
**新签合同额稳健增长，海外订单显著回暖。**2023 年新签合同额 17532 亿元，同比+13.7%，其中基建建设/基建设计/疏浚业务/其他分别新签合同额 13671/549/1067/136 亿元，同比+14.0%/+2.0%/+11.8%/+43.5%。2023 年公司实现海外新签合同额 3197 亿元，同比+47.5%，达到历史新高，公司在全球 139 个国家和地区开展业务，连续十七年荣膺 ENR 全球最大国际承包商中国企业第一名，仅次于法国万喜公司和西班牙 ACS/霍赫蒂芙集团，将有望持续受益于海外基建需求回暖。

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、%）

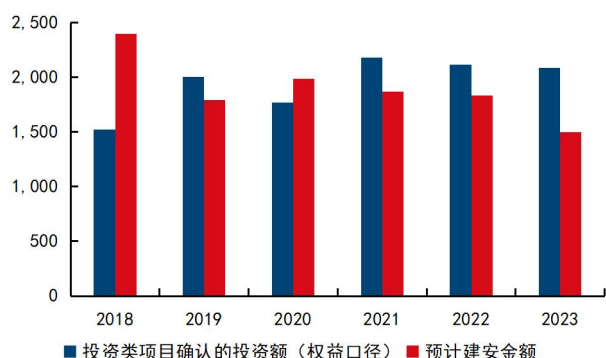


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**持续优化投资结构，短周期的城综开发成为主导。**2023 年公司权益口径投资类项目确认投资额 2086.2 亿元，同比-1.4%，其中预计建安金额 1501.4 亿元，同比-18.2%。投资类项目中建安比例下降，意味着预期资本性收益占比提升，或驱动投资类业务毛利率提升。BOT/政府付费项目/城市综合开发投资额分别+164.2%/-65.3%/+12.0%。公司城市综合开发业务投资占比升至近六成，该业务收款周期相对较短，收款情况良好，累计完成投资 1679 亿元，累计回款 1523 亿元。

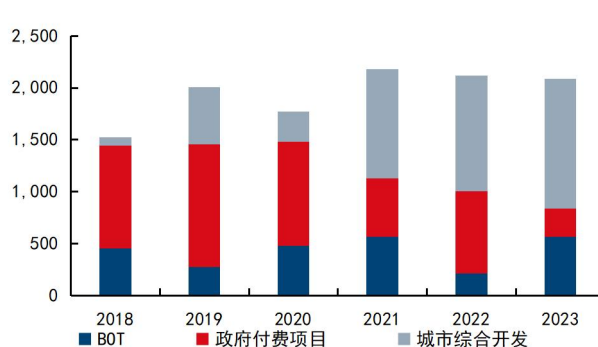
2023 公司实现特许经营类运营收入 76.94 亿元，同比+8.8%，净亏损 19.5 亿元，与上年相当。

图5: 中国交建投资类业务投资额及建安金额 (单位: 亿元)



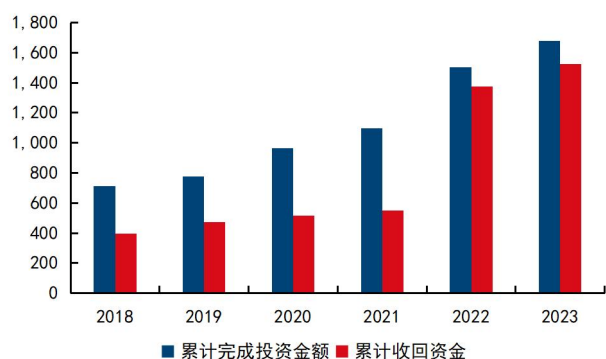
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图6: 中国交建投资类项目分类型投资额 (单位: 亿元)



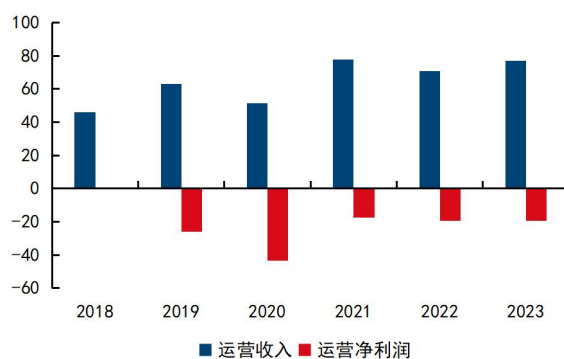
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图7: 中国交建城市综合开发业务累计完成投资额及收回资金 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

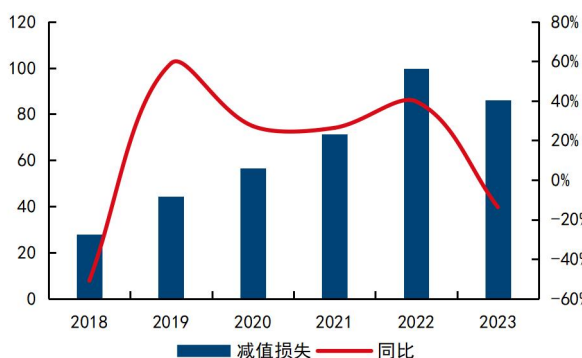
图8: 中国交建特许经营业务收入和净利润 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

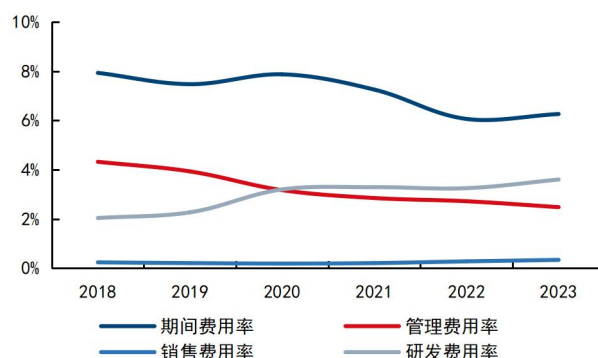
**减值损失减少, 费用率保持平稳。**2023 年公司计提减值损失 86.0 亿元, 同比-13.8%, 减值与营收的比例由下降 0.25pct 至 1.13%。2023 年公司期间费用率为 6.26%, 较上年上升 0.20pct, 主要由研发费用率上升 0.35pct 驱动。

图9: 公司减值计提规模及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

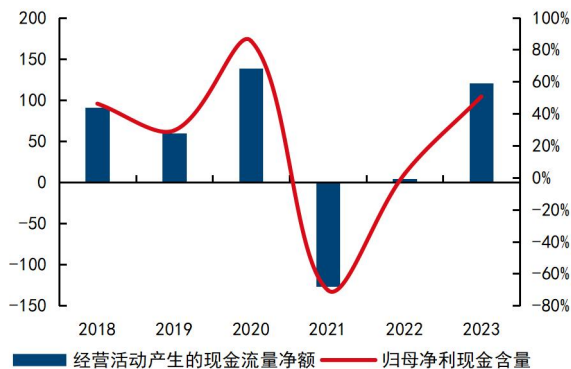
图10: 公司期间费用率及各项费用率变化 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

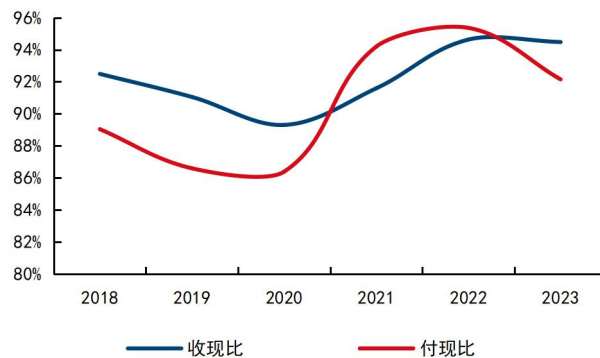
**现金流改善，收付现比相对健康。**2023 年公司实现经营活动产生的现金流量净额 120.7 亿元，较上年增加 116.3 亿元，归母净利润现金含量提升至 50.7%，随着公司加强应收账款管理和持续优化投资结构，经营性现金流出现明显改善。2023 年公司收现比 94.5%，付现比 92.1%，分别较上年-0.1pct/-3.2pct，公司收付现比差额扩大，且保持在 90%以上相对健康的水平。

图11: 公司经营活动产生的现金流量净额及归母净利润现金含量 (单位: 亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图12: 公司收现比和付现比变化 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级。**公司新签合同额稳健增长，海外业务显著回暖，投资结构持续优化，现金流显著改善。考虑公司 2023 年新签合同额增长较快，投资结构优化，预期盈利能力提升，2024-2025 年归母净利润预测由 248.9/284.3 亿元上调至 277.6/312.7 亿元，每股收益由 1.54/1.76 元上调至 1.71/1.92 元，对应当前股价 PE 为 5.2/4.6X，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	7.19	1,625	1.59	1.90	4.5	3.8
601186.SH	中国铁建	8.7	1,091	2.13	2.27	4.0	3.8
601618.SH	中国中冶	3.37	645	0.47	0.54	7.1	6.2
601800.SH	中国交建	8.84	1196	1.71	1.92	5.2	4.6

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)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	112819	120934	198460	225465	257498	<b>营业收入</b>	<b>720275</b>	<b>758676</b>	<b>820888</b>	<b>888201</b>	<b>961033</b>
应收款项	151365	173872	191166	206355	222749	营业成本	636391	663150	715814	772735	835138
存货净额	78263	88021	87744	94730	102409	营业税金及附加	2580	2170	2709	2931	3171
其他流动资产	202791	224613	205222	222050	240258	销售费用	1998	2543	1724	1865	2018
<b>流动资产合计</b>	<b>616263</b>	<b>686140</b>	<b>753566</b>	<b>822166</b>	<b>897328</b>	管理费用	19443	18798	21752	23438	25220
固定资产	59560	74380	68690	62892	56697	研发费用	23396	27316	29556	32246	35179
无形资产及其他	227522	210091	224839	239218	253238	财务费用	(1194)	(1137)	553	423	508
投资性房地产	508701	600161	630169	661678	694761	投资收益	1331	(895)	1003	1103	1213
长期股权投资	99304	113490	128840	145448	163418	资产减值及公允价值变动	(970)	(2759)	(1865)	(1958)	(2056)
<b>资产总计</b>	<b>1511350</b>	<b>1684263</b>	<b>1806104</b>	<b>1931402</b>	<b>2065442</b>	其他收入	(27569)	(32347)	(35030)	(38128)	(41436)
短期借款及交易性金融负债	136386	163114	169802	176764	184011	营业利润	33849	37152	42444	47826	52699
应付款项	350945	391789	409473	442071	477908	营业外净收支	23	(20)	2	(9)	(4)
其他流动负债	174022	207277	243066	262419	283685	<b>利润总额</b>	<b>33872</b>	<b>37132</b>	<b>42446</b>	<b>47817</b>	<b>52695</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>661353</b>	<b>762181</b>	<b>822340</b>	<b>881254</b>	<b>945604</b>	所得税费用	6222	6140	7355	8285	9130
长期借款及应付债券	370769	397864	427315	458018	488720	少数股东损益	5641	6413	7330	8258	9100
其他长期负债	53052	65094	78122	92219	107472	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>19104</b>	<b>23812</b>	<b>27761</b>	<b>31274</b>	<b>34465</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>423821</b>	<b>462957</b>	<b>505437</b>	<b>550237</b>	<b>596192</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>1085174</b>	<b>1225138</b>	<b>1327777</b>	<b>1431491</b>	<b>1541796</b>	<b>净利润</b>	19104	23812	27761	31274	34465
少数股东权益	144198	157390	161055	165184	169734	资产减值准备	78	876	(5)	(85)	(131)
股东权益	281978	301734	317271	334727	353912	折旧摊销	11503	10990	12073	12924	13641
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1511350</b>	<b>1684263</b>	<b>1806104</b>	<b>1931402</b>	<b>2065442</b>	公允价值变动损失	970	2759	1865	1958	2056
						财务费用	(1194)	(1137)	553	423	508
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营运资本变动	(58586)	(58530)	38861	(4547)	(3142)
每股收益	1.18	1.46	1.71	1.92	2.12	其它	2904	2713	3670	4214	4681
每股红利	0.56	0.64	0.75	0.85	0.94	<b>经营活动现金流</b>	<b>(24027)</b>	<b>(17381)</b>	<b>84225</b>	<b>45738</b>	<b>51570</b>
每股净资产	17.44	18.55	19.51	20.58	21.76	资本开支	(6658)	(20413)	(22990)	(23378)	(23390)
ROIC	4.53%	5.18%	5%	6%	7%	其它投资现金流	(7832)	(7675)	7727	(2593)	(847)
ROE	6.77%	7.89%	8.75%	9.34%	9.74%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(28468)</b>	<b>(42274)</b>	<b>(30613)</b>	<b>(42579)</b>	<b>(42207)</b>
毛利率	12%	13%	13%	13%	13%	权益性融资	699	4446	0	0	0
EBIT Margin	5%	6%	6%	6%	6%	负债净变化	23880	28051	29451	30703	30703
EBITDA Margin	7%	7%	7%	8%	8%	支付股利、利息	(9006)	(10485)	(12224)	(13818)	(15280)
收入增长	5%	5%	8%	8%	8%	其它融资现金流	30291	28192	6688	6962	7247
净利润增长率	6%	25%	17%	13%	10%	<b>融资活动现金流</b>	<b>60738</b>	<b>67770</b>	<b>23915</b>	<b>23846</b>	<b>22670</b>
资产负债率	81%	82%	82%	83%	83%	<b>现金净变动</b>	<b>8243</b>	<b>8115</b>	<b>77527</b>	<b>27005</b>	<b>32033</b>
股息率	6.3%	7.3%	8.5%	9.6%	10.6%	货币资金的期初余额	104576	112819	120934	198460	225465
P/E	7.5	6.0	5.2	4.6	4.2	货币资金的期末余额	112819	120934	198460	225465	257498
P/B	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4	企业自由现金流	(23973)	(30645)	68729	30457	36966
EV/EBITDA	25.6	24.6	24.0	23.2	22.8	权益自由现金流	30198	22410	104411	67772	74496

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提及的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