

中国交建（601800）

证券研究报告
2024年09月22日

通江达海向水而兴，“疏浚先锋”迎运河建设新机遇

“四纵四横两网”国家高等级航道规划铺开，运河建设迎来新机遇
政策端，“十四五”期间，水运重视度提升，运河建设或成为新时期交通基建的重要支撑。根据《水运“十四五”发展规划》，“十四五”期间新增2500公里通航目标，2023年较2020年仅新增457公里的内河航道，根据“四纵四横两网”的国家高等级航道网2.5万公里指标，未来国家高等级航道或仍需建设约1万公里，运河建设需求前景广阔。资金端，2023年底增发万亿水利特别国债，截至2024年6月18日，全国范围已披露增发国债资金已落地省份共计30个，金额超过8900亿元，2024M1-8水利投资同比+32.6%，8月单月同比+66.9%（增速环比+28.3pct）。

内河航运迎来建设热潮，六大运河项目拟投资8500亿重塑水运网

2023年，内河建设固定资产投资同比+25.8%，自2018年起，内河建设固定资产投资已超过沿海建设固定资产投资。2024年上半年，沿海与内河建设交通固定资产投资完成额同比增长9.5%，内河建设保持较高景气度。规划建设六大运河，平陆运河、浙赣粤运河、湘桂运河、荆汉运河、江淮运河以及河南的47个内河水运项目分别计划投资727、3200、1500、784、950、1416亿元，六大运河项目总投资超8500亿元，项目建成后有望助力内陆省份融入沿海经济圈，促进各区域间平衡发展。

中国交建作为全球规模最大的疏浚企业，有望充分受益于运河建设提速

2023年3月中国交建公告约199亿平陆运河项目，交建作为平陆运河工程重要建设主力军，包括勘察设计、先导工程在内中标合同金额累计超过215亿元，约占平陆运河总投资727亿的30%，夯实了中国交建交通基础设施业务的领军地位。近期柬埔寨德崇富南运河开工建设，德崇富南运河项目是柬埔寨首个内河疏浚项目，总投资约121亿元，大部分投资来自柬埔寨，部分投资由中国交建子公司中国路桥出资，充分彰显了交建在疏浚领域的技术实力以及海外投资业务的多元化发展。作为全球最大的疏浚企业，中国交建有望充分受益于国内国外运河工程建设。

基建央企出海“排头兵”，“三新”业务助力经营提质增效

1) 境外营收&订单实现高增长，24H1境外订单占比超20%，在传统基建央企中境外订单占比最高；2) “三新”业务占比快速提升，24H1公司“三新”业务新签合同额2952亿元，同比增长51%，占比超30%，有望打造新的增长极；3) 股权激励夯实成长动能，中期分红重视股东回报，预计24年股息率为4%（截至24/9/20，按照分红比例20%来算）。投资类项目沉淀可观运营资产体量，运河建设需求可观，水利投资保持高景气，我们看好公司中长期发展，预计公司24-26年归母净利润为252、278、311亿，认可给予公司24年7倍PE，对应目标价10.81元，维持“买入”评级。

风险提示：运河施工进度不及预期；水利及基建投资弱于预期；应收账款减值风险；国际化风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	721,887.46	758,676.43	797,961.73	862,400.11	933,605.21
增长率(%)	5.02	5.10	5.18	8.08	8.26
EBITDA(百万元)	74,224.01	83,263.99	59,569.28	65,511.55	70,855.37
归属母公司净利润(百万元)	19,263.30	23,811.61	25,166.83	27,820.73	31,104.82
增长率(%)	6.16	23.61	5.69	10.55	11.80
EPS(元/股)	1.10	1.39	1.55	1.71	1.91
市盈率(P/E)	6.60	5.22	4.70	4.25	3.80
市净率(P/B)	0.42	0.39	0.37	0.34	0.32
市销率(P/S)	0.16	0.16	0.15	0.14	0.13
EV/EBITDA	0.74	0.08	(0.01)	(0.02)	(0.07)

资料来源：wind，天风证券研究所；注：2022年为重述后数据

投资评级

行业	建筑装饰/基础建设
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	7.26元
目标价格	10.81元

基本数据

A股总股本(百万股)	11,860.14
流通A股股本(百万股)	11,747.24
A股总市值(百万元)	86,104.58
流通A股市值(百万元)	85,284.93
每股净资产(元)	16.84
资产负债率(%)	74.81
一年内最高/最低(元)	9.90/6.81

作者

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001
wangtao@tfzq.com

王雯 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521120005
wangwena@tfzq.com

王悦宜 联系人
wangyueyi@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《中国交建-半年报点评:海外营收&订单实现高增长，中期分红提升投资吸引力》 2024-09-09
- 《中国交建-季报点评:经营保持韧性，基建&海外订单增速亮眼》 2023-10-31
- 《中国交建-半年报点评:Q2扣非业绩增速高达68%，毛/净利率改善明显》 2023-08-30

内容目录

1. “十四五”内河航道建设需求广阔，运河投资或有望提速	4
2. 内河航运迎来建设热潮，六大运河拟投资 8500 亿重塑水运网	6
2.1. 高等级航道建设空间较大，六大运河项目或带来近万亿投资	6
2.2. 平陆运河修建解广西内陆之困，助力区域高质量发展纽带	8
3. 中国交建作为全球规模最大的疏浚企业，有望受益于运河建设提速	9
3.1. 疏浚业务有望受益于运河建设实现较快增长	9
3.2. 揽平陆运河大订单，夯实交通基建龙头地位	10
4. 中国交建坚持“海外优先”发展战略，做强做优做大海外业务	11
4.1. 建筑央企出海“排头兵”，海外需求景气度有望延续	11
4.2. 柬埔寨运河开工，有效解决区域物流难题	12
5. 投资建议	14
6. 风险提示	14

图表目录

图 1：2020-2024M8 水利投资累计增速	6
图 2：2004-2023 年沿海、内河建设固定资产投资额	6
图 3：2004-2023 年沿海、内河建设固定资产投资额增速	6
图 4：2013-2023 年内河航道通航里程	7
图 5：2023 年各等级航道占比	7
图 6：不同运输方式成本对比	7
图 7：平陆运河全程示意图	9
图 8：平陆运河地理位置图	9
图 9：2018-2023 年疏浚业务订单及增速	10
图 10：2023 年中国交建订单结构	10
图 11：2018-2023 年疏浚业务营收及增速	10
图 12：2018-2023 年疏浚业务毛利率及综合业务毛利率	10
图 13：平陆运河先导建设工程施工 No2 标段	11
图 14：24H1 中国交建境外基建新签订单区域占比划分	12
图 15：四大建筑央企境外订单占比	12
图 16：四大建筑央企境外收入占比	12
图 17：德崇富南运河示意图	13
图 18：柬埔寨德崇富南运河项目投资框架协议签署仪式	13
表 1：内河航运等相关规划	4
表 2：“十四五”时期水运发展主要指标	4
表 3：各省市水运行业规划梳理	5
表 4：我国近年来规划的运河项目（总投资超 8500 亿）	8
表 5：中国交建中标的平陆运河航道工程	10

表 6：可比公司估值表 14

1. “十四五”内河航道建设需求广阔，运河投资或有望提速

“十四五”期间运河关注度提升，运河建设或有望提速。2020年，交通运输部发布《内河航运发展纲要》，提出到2035年内河千吨级航道达到2.5万公里，打通南北跨流域水运大通道，推动平陆运河等重点工程的建设。2021年国务院发布《国家综合立体交通网规划纲要》，提出到2035年，我国将基本建成“四纵四横两网”国家高等级航道2.5万公里，构建以铁路为主干、公路为基础，充分发挥水运和民航优势的国家综合交通网，并将平陆运河列入“十四五”规划和2035年远景目标。紧接着，2022年发布《水运“十四五”发展规划》，提出到2025年建成安全、便捷、高效、绿色、经济的现代水运体系，补齐水运基础设施短板，计划新增及改善5000公里内河航道，其中2500公里为高等级航道，沿海港口铁路进港率达到90%以上。推进引江济淮航运工程建设。加快推进西部陆海新通道（平陆）运河工程前期论证及建设，研究推进京杭运河黄河以北段复航和津保航线论证，开展湘桂、赣粤运河前期重点问题研究论证。

表 1：内河航运等相关规划

时间	部门	政策	内容
2020年	交通运输部	内河航运发展纲要	到2035年，基本建成人民满意、保障有力、世界前列的现代化内河航运体系， 内河千吨级航道达到2.5万公里 ；主要港口重点港区基本实现铁路进港； 内河货物周转量占全社会比重达到9% ； 到2050年，全面建成人民满意、保障有力、世界前列的现代化内河航运体系。东西向跨区域水运大通道高效畅通，南北向跨水系联通。
2021年	国务院	国家综合立体交通网规划纲要	提出 “四纵四横两网” ， 到2035年，我国将基本建成“四纵四横两网”国家高等级航道2.5万公里 。构建以铁路为主干、公路为基础，充分发挥水运和民航优势的国家综合交通网，并将平陆运河列入“十四五”规划和2035年远景目标。
2022年	交通运输部	水运“十四五”发展规划	到2025年计划新增及改善5000公里内河航道，其中2500公里为高等级航道 ；推进引江济淮航运工程建设。加快推进西部陆海新通道（平陆）运河工程前期论证及建设。研究推进 京杭运河黄河以北段复航和津保航线 论证。开展 湘桂、赣粤运河 前期重点问题研究论证。
2023年	国务院	国家水网建设规划纲要	推进水网与航运融合发展，加强水网与水运通道统筹，科学论证和有序推进内河航运发展。 巩固长江黄金水道、珠江、大运河黄河以南段等航运主通道，加强江汉运河、江淮运河等工程规划建设，推进平陆运河建设。

资料来源：国务院官网、交通运输部官网，天风证券研究所

表 2：“十四五”时期水运发展主要指标

指标	2020年	2025年	增长
新增及改善内河航道里程（公里）	/	/	5000左右
新增国家高等级航道（公里）	/	/	2500左右
沿海大型专业化码头通过能力适应度	>1.0	>1.1	/
沿海主要港口铁路进港率（%）	>90		/
集装箱铁水联运量年均增长率（%）	15		/

资料来源：交通运输部官网，《水运“十四五”发展规划》，天风证券研究所

各省市在内河水运发展规划中设定了详细的目标，涵盖内河航道通航里程、高等级航道建设和水运投资等多个方面。根据各省规划，到2025年，云南省提出内河航道通航里程达到5300公里的目标，河南省则计划实现500公里的内河航道通航里程；在内河高等级航道建设方面，广东省、江西省和山东省分别提出建设1445公里、1200公里和500公里高等级航道的目标，以加强区域内河航道的能力和网络覆盖。

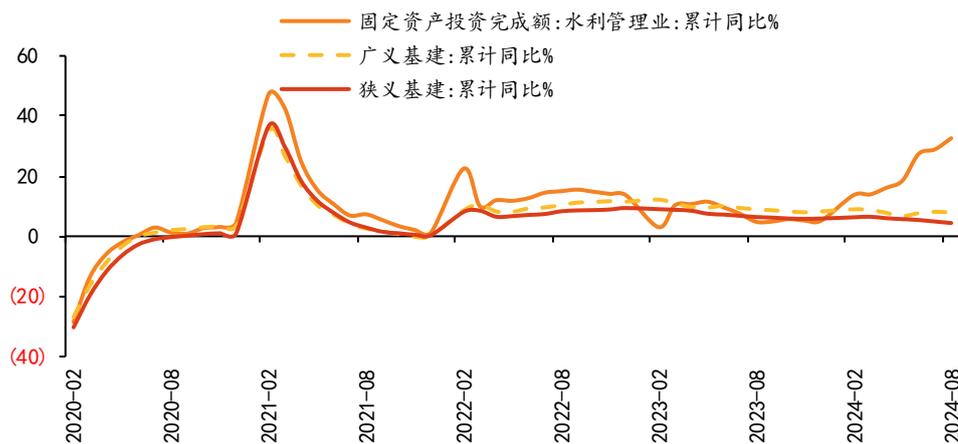
表 3：各省市水运行业规划梳理

省市	发布时间	政策名称	重点内容
四川省	2023 年 7 月	《四川省内河水运发展规划 (2023-2035 年)》	到 2035 年, 全省水路货运量年均增速为 8% 左右, 全省水路货运里达到 16500 万吨, 港口吞吐量达到 18100 万吨。
山东省	2023 年 6 月	《山东省加快内河航运高质量发展三年行动方案 (2023-2025 年)》	到 2025 年, 形成京杭运河(黄河以南山东段)、小清河、新万福河“一纵两横、三千多支”航道主骨架, 全省高等级航道里程超过 500 公里。
河南省	2023 年 1 月	《关于印发河南省“十四五”内河水运发展规划的通知》	到 2025 年, 完成投资突破 100 亿元, 建设内河航道里程突破 500 公里, 全省航道通航里程突破 2000 公里, 三级及以上航道里程突破 200 公里。
云南省	2021 年 12 月	《云南省水路交通“十四五”发展规划》	到 2025 年, 内河航道通航里程达到 5300 公里, 其中三级及以上航道里程达到 554 公里, 新增及改善航道里程约 1000 公里, 新增泊位 60 个, 内河港口泊位数达到 276 个, 其中 1000 吨级及以上港口生产性泊位达 24 个。
湖南省	2021 年 8 月	《湖南省“十四五”交通运输发展规划(公路、水路)》	到 2025 年, 500 吨级及以上骨干航道里程达到 2150 公里, 1000 吨级及以上泊位达到 170 个, 全面打通一纵一横水运“十字”主通道, 基本建成“一江一湖四水”骨干航道网, 加快构建“一枢纽、多重点、广延伸”全省港口体系; 水运建设投资 500 亿元。
江西省	2021 年 8 月	《江西省公路水路交通运输“十四五”发展规划》	到 2025 年, 内河高等级航道里程突破 1200 公里, 基本形成“两横一纵四支”内河高等级航道网, 基本形成“两主五重”港口体系。
广东省	2021 年 8 月	《广东省提升内河航运能力和推动内河航运绿色发展总体分工方案》、《广东省内河航运能力提升实施方案》	到 2025 年, 内河高等级航道总里程达 1445 公里, 推动 11 个内河航道项目建设, 计划完成投资约 241 亿元; 完成 30 个内河港口项目建设, 新增 156 个泊位(其中 1000 吨级及以上深水泊位 113 个), 完成投资约 74 亿元。
浙江省	2021 年 7 月	《浙江省综合交通运输发展“十四五”规划》	到 2025 年, 内河航运完成投资 550 亿元, 新增千吨级航道 400 公里, 新增吞吐量 1000 万吨。

资料来源: 各政府部门官网, 天风证券研究所

特别国债聚焦水利方向, “十四五”水利投资仍保持较高景气度。根据安徽省水利厅公众号, 水利工程包含防洪、除涝、灌溉、发电、供水、围垦、水土保持、移民、水资源保护等工程(包括新建、扩建、改建、加固、修复)及其配套和附属工程的统称, 用于控制和调配自然界的地表水和地下水, 达到除害兴利目的而修建的工程。2023 年四季度我国增加发行特别国债 1 万亿元, 资金将重点用于灾后恢复重建、重点防洪治理工程、其他重点防洪工程、城市排水防涝能力提升行动、东北地区和京津冀受灾地区等高标准农田建设等八大方面, 投向聚焦水利相关领域。增发国债水利项目实施方面, 据明树数据统计, 截至 2024 年 6 月 18 日, 全国范围已披露增发国债资金已落地省份包括河北省、江西省、黑龙江省、新疆维吾尔自治区、浙江省等, 共计 30 个省市, 金额超过 8900 亿元。2024 年 1-8 月份, 水利投资同比+32.6%, 8 月单月同比+66.9%(增速环比+28.3pct), 对比 1-8 月份狭义基建/广义基建投资增速同比分别+4.4%/+7.9%, 资金支持下水利投资保持较高景气度。

图 1：2020-2024M8 水利投资累计增速



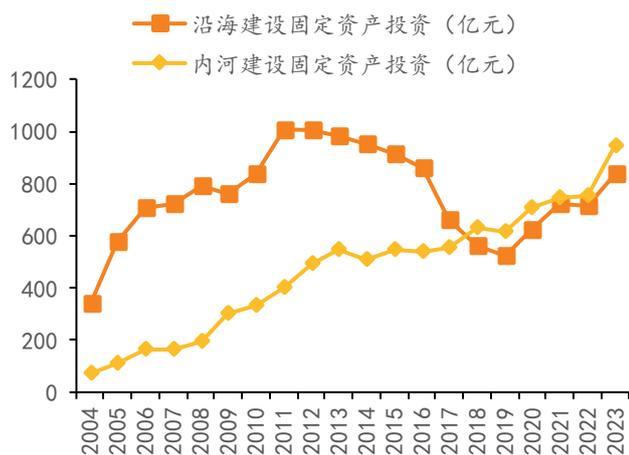
资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 内河航运迎来建设热潮，六大运河拟投资 8500 亿重塑水运网

2.1. 高等级航道建设空间较大，六大运河项目或带来近万亿投资

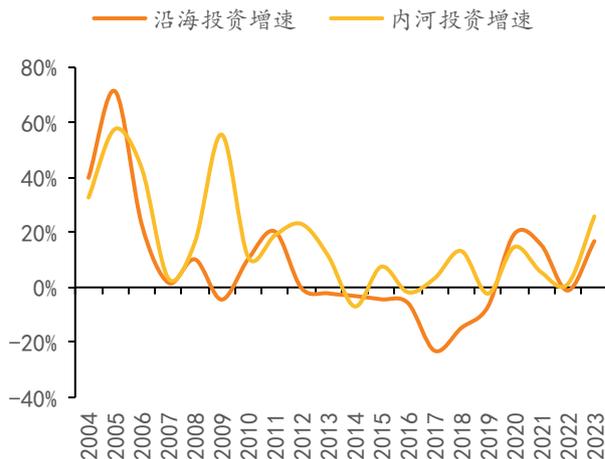
内河建设仍有较大空间，高等级航道建设任重道远。2023 年，内河建设固定资产投资为 946 亿，同比+25.8%，自 2018 年起，内河建设固定资产投资已超过沿海建设固定资产投资。2024 年 1-6 月，按照交通运输部公布的数据显示，沿海与内河建设交通固定资产投资完成约为 1025.22 亿元，同比增长 9.5%。截至 2023 年末全国内河航道通航里程 12.82 万公里，较 2020 年增加 457 公里，等级航道里程 6.78 万公里，占总里程的 52.9%，三级及以上高等级航道里程为 1.54 万公里，占总里程的 12%。根据《水运“十四五”发展规划》，“十四五”期间新增 2500 公里通航目标，2023 年较 2020 年仅新增 457 公里的内河航道，根据“四纵四横两网”的国家高等级航道网 2.5 万公里指标，未来国家高等级航道或仍需建设约 1 万公里。

图 2：2004-2023 年沿海、内河建设固定资产投资额



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：2004-2023 年沿海、内河建设固定资产投资额增速



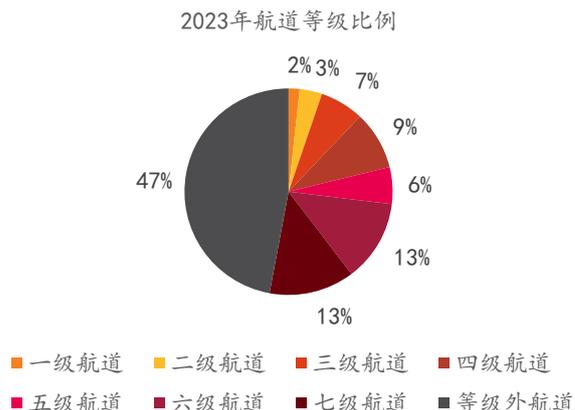
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：2013-2023 年内河航道通航里程



资料来源：海事服务网，中央政府门户网等，天风证券研究所

图 5：2023 年各等级航道占比

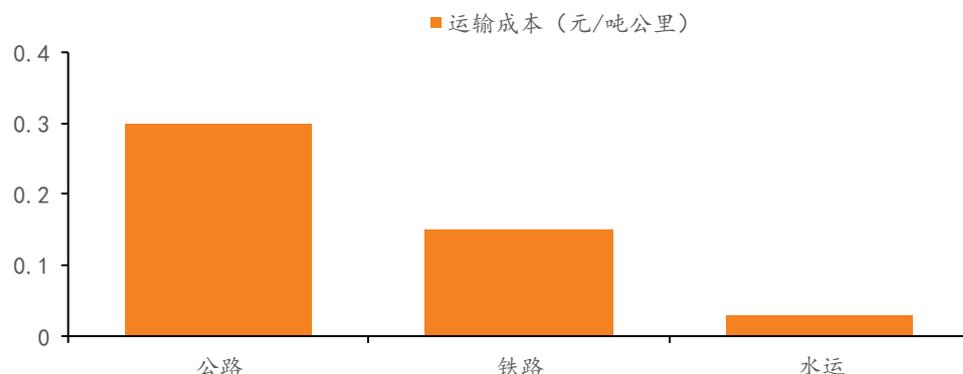


资料来源：中华人民共和国中央人民政府网，天风证券研究所

“十四五”期间，中西部省份密集开建运河，挖掘水运发展潜力。2023 年末，全国内河航道通航里程 12.82 万公里，比上年末增加 184 公里。等级航道通航里程 6.78 万公里，占内河航道通航里程比重为 52.9%，其中三级及以上航道通航里程 1.54 万公里、占内河航道通航里程比重为 12.0%。内河货运量 47.91 亿吨，增长 8.8%，内河货物周转量 20773 亿吨公里、增长 9.2%，内河航运已连续多年稳居世界第一，长江干线连续多年成为全球内河运输最繁忙、运量最大的黄金水道。

- **水运经济优势显著**：水运运输成本仅为铁路的 50-60%，公路的 12-15%，空运的 4-6%，如果是运输煤炭、矿石之类的大宗货物，公路运输成本普遍是 0.3 元/吨公里，铁路运输成本普遍是 0.15 元/吨公里，长江河道水运成本一般是 0.03 元/吨公里。在公路货运市场趋向饱和的背景下，我们认为内河水运或许拥有更大的潜力及经济性优势。
- **运力优势**：内河航运的运载能力特别强，能够承载大件货物，这是公路、铁路和航空运输所无法比拟的。绝大多数货运列车的载重量不过 3500 吨上下，但在水运领域，以长江干流来说，中游武汉段常年运行一万吨级的货轮；下游的南京，可以实现五万吨级的海轮直达，因此水运的运载能力是铁路和公路无法达到的。
- **环境效益**：水运在降低碳排放、环境污染、噪音等方面也具有很大的优势。

图 6：不同运输方式成本对比



资料来源：星海情报局公众号，天风证券研究所

注：以煤炭、矿石一类的散货为例

中国六省拟投资 8500 亿开建运河，助力内陆省份融入沿海经济圈，实现区域平衡发展。为了突破内陆之困，江西、湖南、河南、湖北、安徽等内陆省份，投资千亿元挖凿运河。

截止目前，我国六大省份正全力推动这些水运工程项目：

- **广西，投资 727 亿元修建平陆运河**，于 2022 年开工，计划于 2026 年建成；平陆运河工程已全线动工建设，投资额近半，建设进展顺利。
- **江西，计划投资 3200 亿元修建浙赣粤运河**。运河横跨浙江、江西和广东三省，规划全长 1988 公里，比京杭大运河还要长 194 公里。其中，赣粤运河规划投资约 1500 亿元，浙赣运河规划投资约 1700 亿元，总投资预计 3200 亿元。建成后，江西实现南下大湾区，北上长三角，直通京津冀的水路格局。
- **湖南，计划投资 1500 亿修建湘桂运河**。运河长达 300 公里，从湖南永州萍岛开始，经江永进入广西桂林平乐，将实现与两广的联通，打通珠江的出海口。湘桂运河将按 2000 吨级标准建设，年通航能力约 8000 万吨。
- **湖北，计划投资 784 亿元修建荆汉运河**，借助现成河道和人工运河，对长江进行“裁弯取直”，修建一条相对笔直和能够满足 3000 吨级以上轮船通航条件的人工运河航道，从荆州直达武汉，建成后有助于长江上游中游下游融通发展，促进成渝城市群、长江中游城市群、长三角城市群融通发展。
- **安徽，投资 950 亿建成江淮运河**。江淮运河是目前我国在建规模最大、路线最长的人工运河，航道总里程约 355 公里。连接淮河、巢湖、长江，纵贯皖、苏、豫三省，打通了长三角与中原经济区之间的水运大动脉。江淮运河菜子湖线航道于 2023 年 9 月 16 日通航，标志着连通长江与淮河的江淮运河航道全线开通试运行。计划到 2027 年，江淮干线通航水运大通道基本形成。江淮运河总水运量超过 1.5 亿吨，沿线港口集装箱吞吐量达到 215 万标箱。到 2035 年，现代化江淮干线水运大通道全面建成，水运总体水平迈入世界先进行列。这条运河不仅解决了皖北地区的用水需求，还大幅缩短了安徽与长江和上海之间的距离。
- **河南，共谋划 47 个内河水运项目，总投资 1416 亿元**，计划经过 3 至 5 年，初步形成安全畅通、绿色经济、智能高效的现代化内河航运体系。2024 年内，河南计划新开工内河水运项目 13 个、总投资 405 亿元，预计完成投资超 200 亿元。

表 4：我国近年来规划的运河项目（总投资超 8500 亿）

	所在省份	总投资（亿）	起始时间
平陆运河	广西	727	2022-2026 年
浙赣粤运河	江西	3200	前期相关工作已经开工，预计 2030 年前后完工
湘桂运河	湖南	1500	前期规划中
荆汉运河	湖北	784	前期规划中
江淮运河	安徽	950	江淮运河菜子湖线航道于 2023 年 9 月通航
内河水运项目	河南	1416	部分开工

资料来源：今日工程机械公众号，广西头条 NEWS 公众号等，天风证券研究所

2.2. 平陆运河修建解广西内陆之困，助力区域高质量发展纽带

受制于现有水网布局和地理条件，广西北部湾只能“入海”无法“通江”，天然优良港口无法发挥优势。从地理位置来看，不同于临海靠江、水网密布的双三角洲，广西缺少与大陆腹地联通的内河。北部湾一线的沿海平原只能“入海”，不能“通江”，海洋的优势无法向内陆蔓延，水运通道存在“断点”。西南地区的货物要出海，大多舍近求远，绕道往珠三角运送。以柳州为例，当地的大量工业产品在出口前，往往需要先通过陆路运输至较远的贵港或梧州内河码头，再通过西江、珠江水系抵达广州港出海。为扭转现状，平陆运河应运而生。建成之后，广西的钢铁、铜、铝及锂电池等大宗货物，将摆脱复杂的运输路线和高昂的物流成本困扰。通过平陆运河，这些货物能够向南从北部湾港口就近入海，顺畅地运往越南、马来西亚、新加坡等东盟国家，乃至中东及欧洲地区。据预测，平陆运河每年可为新通道沿线地区节省运输费用 52 亿元以上，打造出中国西南地区运距最短、最经

济、最便捷的出海通道。

平陆运河通江连海，解决广西内陆之困。平陆运河首次列入国家规划可追溯到 1986 年，而历经数十年筹备，直到 2022 年 8 月 28 日才正式开始建设。平陆运河是西江干流与北部湾的江海联通工程，起点位于南宁横州市西津库区平塘江口，经钦州灵山县陆屋镇沿钦江进入北部湾，全长约 135 公里，计划于 2026 年底建成通航，是 1949 年以来第一条江海联通的运河工程。项目以航运功能为主，结合供水、灌溉、防洪、改善水生态环境等，航道按内河 I 级标准建设。平陆运河建成后，将开辟珠江—西江第二个入海航道，5000 吨级江海直达船可从西江内河港口直通我国沿海港口和东南亚主要港口，更好联通国内国际两个市场。根据《内河通航标准》，我国内河航道的通航能力被划分为七个等级，一级航道可供 3000 吨级内河船舶通行，如长江口航道，平陆运河可供 5000 吨级船舶航行，一艘 5000 吨级的货船，装载量大约相当于 80 节火车车厢。

图 7：平陆运河全程示意图



资料来源：城市进化论公众号，天风证券研究所

图 8：平陆运河地理位置图



资料来源：城市进化论公众号，天风证券研究所

3. 中国交建作为全球规模最大的疏浚企业，有望受益于运河建设提速

3.1. 疏浚业务有望受益于运河建设实现较快增长

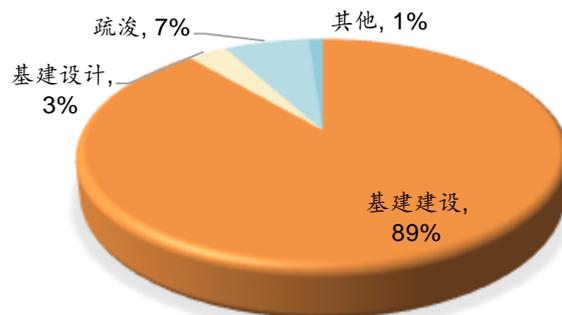
近三年疏浚类订单实现较快增长，累计复合增速为 27%。中国交建是世界最大的港口设计建设公司、公路与桥梁的设计与建设公司、世界最大的疏浚公司；公司拥有大批行业专用设备，包括现代化疏浚船队、各类海上工程船舶设备及陆用工程机械以及各类先进的勘察设计科研机器及设备，具备赢得及履行大型及复杂的挑战型项目合同的竞争优势。2023 年中国交建新签疏浚订单 1192 亿元，同比增长 11.76%，占新签订单比重为 6.8%，2020-2023 年疏浚类订单累计增速为 27%，24 年上半年新签疏浚类订单为 597 亿，同比-4.11%，占比为 6.21%。从营收端看，疏浚业务 2020-2023 年收入复合增速为 11.8%，收入占比由 6% 提升至 7%，毛利率略高于公司综合毛利率。

图 9：2018-2023 年疏浚业务订单及增速



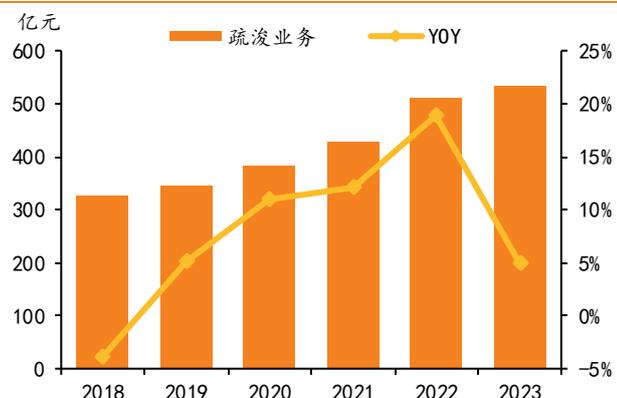
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：2023 年中国交建订单结构



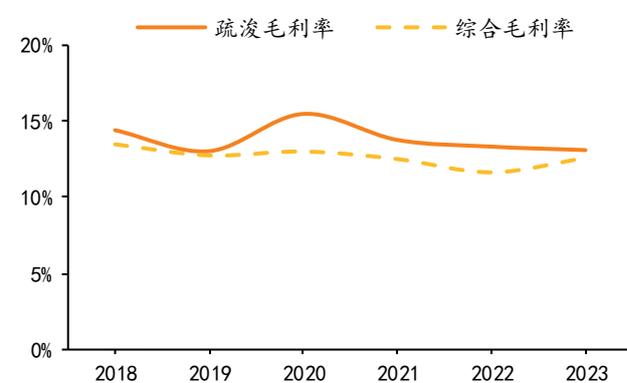
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 11：2018-2023 年疏浚业务营收及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：2018-2023 年疏浚业务毛利率及综合业务毛利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

运河建设加快进程，疏浚业务迎来发展新机遇。随着“四纵四横两网”国家高等级航道规划的铺开，内河航道市场投资逐年提升，京杭大运河、西部陆海新通道（平陆运河）、赣粤、湘桂运河等重大内河项目受到国家和社会更多的关注；依据水利部印发《关于加强水库库容管理的指导意见》，水库清淤工程在未来十年有较大释放空间。预计未来五年我国水运建设总投资保持稳中略升的趋势，其中内河投资为主要增长点，疏浚业务有望带来新的发展机遇。

3.2. 揽平陆运河大订单，夯实交通基建龙头地位

中国交建中标平陆运河超 215 亿订单，夯实交通基建龙头地位。2023 年 3 月 13 日，公司公告约 199 亿平陆运河项目，中国交建作为平陆运河工程重要建设主力军，包括勘察设计、先导工程在内中标合同金额累计超过 215 亿元，约占平陆运河总投资 727 亿的 30%，彰显了中国交建作为交通强国试点的优势，夯实了中国交建交通基础设施业务的领军地位。

表 5：中国交建中标的平陆运河航道工程

项目名称	中标单位	项目金额 (亿元)
平陆运河跨线桥梁工程施工 NO.QL7 标段	中交路桥建设有限公司	6.79
平陆运河枢纽工程施工 NO.SN3 标段	中交第二航务工程局有限公司	52.78
平陆运河枢纽工程施工 NO.SN5 标段	中交第一航务工程局有限公司	41.46
平陆运河枢纽工程施工 NO.SN12 标段	中交第四航务工程局有限公司	30.28
平陆运河航道工程施工 NO.HD1 标段	中交广州航道局有限公司	17.36

平陆运河枢纽工程施工 NO.HD15 标段	中交天津航道局有限公司	18.27
平陆运河枢纽工程施工 NO.HD8 标段	中交上海航道局有限公司	17.61
平陆运河枢纽工程施工 NO.HD9 标段	中交第三航务工程局有限公司	14.66

资料来源：公司公告，天风证券研究所

平陆运河开工建设两年实现任务“双过半”。根据中国疏浚协会公众号，截至 24 年 9 月，平陆运河项目西部陆海新通道骨干工程平陆运河开工建设两年来，项目累计完成投资 386.3 亿元，开挖土石方约 2.2 亿立方米，顺利实现“双过半”。经过两年建设，平陆运河全线最大的裁弯取直航道已成型，三座梯级枢纽均已进入混凝土浇筑高峰期，沿线 6 所回建及新建小学全部顺利通过竣工验收，16 座保通桥已全部建成，钦州水上服务区进入主体结构施工阶段。

图 13：平陆运河先导建设工程施工 No2 标段



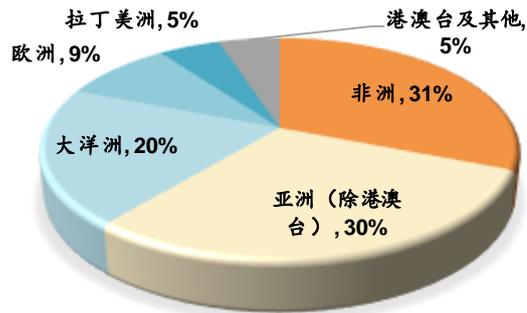
资料来源：中交四航局公众号，天风证券研究所

4. 中国交建坚持“海外优先”发展战略，做强做优做大海外业务

4.1. 建筑央企出海“排头兵”，海外需求景气度有望延续

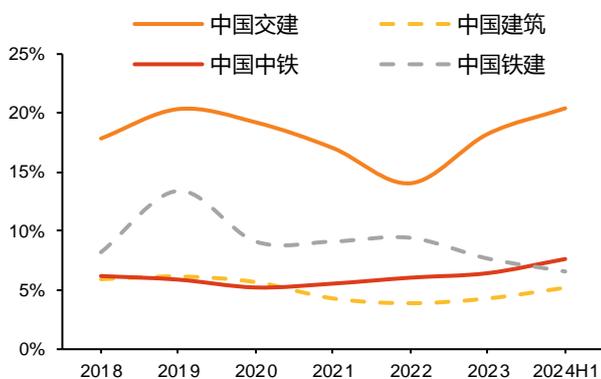
中国交建坚持“海外优先”发展战略，对比传统建筑央企中国交建海外订单及海外营收占比最高。公司紧盯重点国别、重点区域，前瞻性、系统性服务高质量共建“一带一路”，主动布局关键通道、关键港口、关键机场等基础设施互联互通项目，加强城市给排水、流域治理、垃圾处理、海水淡化等业务开拓，健全海外业务体系。公司基建建设业务海外工程范围包括道路与桥梁、港口、铁路、机场、环保、地铁、建筑等各类大型基础设施项目，市场竞争优势明显。2023 年公司境外业务新签订单 3197.46 亿元，同比增长 47.5%，占比达 18.24%（24H1 境外订单新签 1960.65 亿元，同比增长 38.88%，占比达 20.4%），境外收入为 1162 亿元，同比增长 17.8%，占比达 15.3%（24H1 境外营收 696 亿元，同比增长 23.55%，占比达 19.5%），显著高于其他传统的建筑央企。

图 14：24H1 中国交建境外基建新签订单区域占比划分



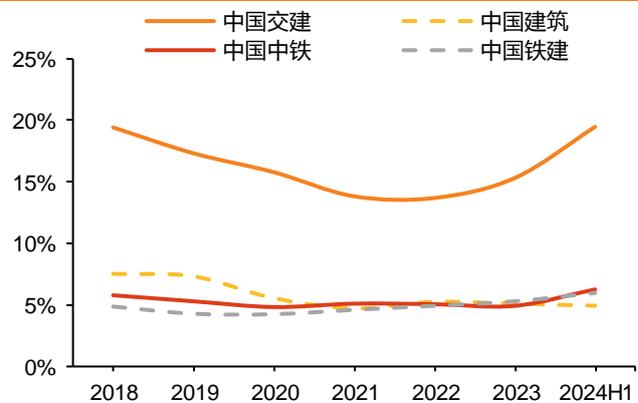
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 15：四大建筑央企境外订单占比



资料来源：各公司公告，天风证券研究所

图 16：四大建筑央企境外收入占比



资料来源：各公司公告，天风证券研究所

2024M1-7 我国对外承包工程业务完成额同比增长 6.6%（以美元计口径），新签合同金额同比增长 25%（以美元计口径），其中一带一路沿线新签订单金额同比增长 22.3%（以美元计口径），出海仍是建筑央企未来主要发展方向。9 月 6 日，2024 中非合作论坛峰会在北京圆满收官，峰会通过了《关于共筑新时代全天候中非命运共同体的北京宣言》《中非合作论坛 - 北京行动计划（2025 - 2027）》两份重要成果文件，未来 3 年，中国政府愿提供 3600 亿元人民币额度的资金支持，包括提供 2100 亿元人民币信贷资金额度和 800 亿元人民币各类援助、推动中国企业对非投资不少于 700 亿元人民币。同时，中方愿在非洲实施 30 个基础设施联通项目，携手推进高质量共建“一带一路”。自上世纪 70 年代，中交集团援建毛里塔尼亚友谊港算起，中交集团已在非洲布局近 50 年。作为非洲市场最大的国际工程承包商，中交集团在非洲累计投资建设 1600 余个基础设施项目，其中修建公路 7000 余公里、桥梁 100 余座、重点港口 80 余座、水利水电项目 30 余个。我们认为中国交建作为建筑央企出海“排头兵”，有望深度受益于“一带一路”以及中非合作。

4.2. 柬埔寨运河开工，有效解决区域物流难题

德崇富南运河很大程度上解决了柬埔寨航运物流难题。柬埔寨的航运业也面临诸多挑战。一方面，柬埔寨出海口资源稀缺，出海通道不畅，虽然湄公河流经柬埔寨，但其出海口却在柬埔寨的邻国越南。据统计，柬埔寨全球货物吞吐量的三成以上需经过越南，其对外贸易也要受制于越南的海关政策、运输规定和设施设备，对柬埔寨的经贸与供应链安全构成较大挑战。另一方面，虽然柬埔寨是沿海国家，但其沿海多被山脉占据，主要海港西哈努克港与位于湄公河畔的金边港间货物运输方式仍是公路与铁路。柬埔寨的塑料、橡胶、矿产加工等产业多分布于金边市及湄公河、洞里萨河沿岸省份，水运是其最佳的运输方式。

若没有畅通的水路通道，不仅会增加企业的运营成本，也会限制柬埔寨吸引外来投资的能力。针对航运的制约，柬埔寨计划修建德崇富南运河。

根据现代物流报公众号，8月5日，柬埔寨德崇富南运河项目奠基仪式如期举行。据悉，德崇富南运河设计建设长度为180公里，总投资121亿元（17亿美元），预计2028年建成通航。该项目位于柬埔寨干丹省南部湄公河源头，为中柬合建，柬埔寨国营企业和本地企业主导项目建设，中资企业参与第二航段的投资及建设。德崇富南运河先后经过干丹、茶郊、贡布和白马4个重要省份，覆盖人口160万。该运河包括3个运河交通导航站和11座跨河桥梁，其双向航道足以让载重吨位达3000吨的船只同时通过，确保了运力和较低的运输成本。运河建成后将连接金边港和白马省海港，串联其最大的深水海港西哈努克港，打通湄公河与柬埔寨海岸线的航运系统，投入使用后预计将使运输成本降低约16%。

图 17：德崇富南运河示意图



资料来源：现代物流报公众号，高棉时报，天风证券研究所

中国交建参与柬埔寨德崇富南运河建设中，中国企业为柬方提供了相应支持。据洪玛奈表示，运河项目大部分投资来自柬埔寨，部分投资由拥有施工技术的中国公司提供，柬埔寨已向专家学习并与中企谈判，获得技术和部分投资支持。根据中国路桥公众号，2023年10月17日下午，中国路桥公司（中国交建集团成员企业）与柬方签署柬埔寨德崇富南运河项目投资框架协议，项目建成后将推动柬埔寨水运发展，提高大批量货物物流运输效率，亦将开创水上旅游新方式，推动陆运模式向水运模式转变，对柬埔寨的航运、排涝及民生建设具有深远意义。公司继金港高速公路、金巴高速公路、金边-暹粒-波比高速公路项目后，持续发力拓展至航道疏浚领域，彰显出公司投资业务在柬埔寨的多元化发展。

图 18：柬埔寨德崇富南运河项目投资框架协议签署仪式



资料来源：中国路桥公众号，天风证券研究所

5. 投资建议

公司作为交通基建龙头央企，“一带一路”出海先锋，海外业务持续发力分拆设计板块上市打造中交设计品牌，构建新兴产业格局打造特色新质生产力，多板块收入稳定发展，投资类业务沉淀大量优质运营资产。我们认为公司核心投资逻辑有以下三点：

1) 境外营收&订单实现高增长，24H1 境外订单、营收分别同比增长 38.9%、23.6%，在“一带一路”共建国家实现新签合同额 207.29 亿美元，境外订单约占公司新签合同额的 20%，在传统基建央企中境外订单占比最高，考虑到国内需求短期有所疲软，国外订单有望支撑业绩；

2) 新兴产业打造增长新动能，公司明确战新产业发展 8 个重点领域和 25 个细分赛道，选定现阶段重点发力的海上风电、北斗技术应用、海上铺缆铺管等细分赛道，形成重大投资、产业并购、技术研发、标准制定等一揽子支持政策和具体举措，引领“战新”产业发展。24H1 公司新兴业务领域新签合同额 2952 亿元，同比增长 51%，占比超 30%，公司加快构建新兴业务格局，打造中交特色新质生产力，或将成为新的增长极；

3) 股权激励夯实成长动能，中期分红重视股东回报，若按照全年 20%的分红比例测算，预计 24 年股息率为 4%（截至 24/9/20），高股息提升投资吸引力。

我们认为公司 24-26 年归母净利润为 252、278、311 亿，我们选取建筑央企以及高速公路运营企业作为公司的可比公司，24 年建筑央企、高速公路运营企业平均 PE 分别为 6、12 倍，我们认可给予公司 24 年 7 倍 PE，对应目标价 10.81 元，维持“买入”评级。

表 6：可比公司估值表

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)				PE			
				2022	2023	2024E	2025E	2022	2023	2024E	2025E
601186.SH	中国铁建	945	6.96	2.0	2.1	2.0	2.1	3.5	3.3	3.5	3.3
601390.SH	中国中铁	1282	5.18	1.3	1.4	1.4	1.4	4.1	3.7	3.8	3.6
601618.SH	中国中冶	553	2.67	0.5	0.6	0.4	0.4	5.4	4.6	6.5	6.0
601669.SH	中国电建	772	4.48	0.7	0.8	0.8	0.9	6.7	5.9	5.4	4.9
601868.SH	中国能建	855	2.05	0.2	0.2	0.2	0.2	10.9	11.1	9.7	8.7
601117.SH	中国化学	385	6.31	0.9	1.0	1.0	1.1	7.1	6.6	6.6	5.9
	平均							6.3	5.9	5.9	5.4
001965.SZ	招商公路	807	11.83	0.7	0.9	0.9	1.0	16.6	13.9	12.5	12.0
600548.SH	深高速	207	9.47	0.9	1.1	1.0	1.1	10.3	8.6	9.1	8.3
600350.SH	山东高速	420	8.65	0.6	0.7	0.7	0.8	14.7	12.4	12.0	11.0
600377.SH	宁沪高速	687	13.64	0.7	0.9	0.9	1.0	18.5	15.1	14.7	13.6
	平均							15.0	12.5	12.1	11.2
601800.SH	中国交建	1182	7.26	1.1	1.4	1.5	1.7	6.6	5.2	4.7	4.2

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：截止于 2024/9/20，除中国交建外其余均为 Wind 一致预期。

6. 风险提示

运河施工进度不及预期：运河项目复杂且受多重因素影响，如土地征用、审批流程和技术挑战等，任何环节的延迟均可能导致开工进度低于预期。

水利及基建投资弱于预期：水利及基建投资依赖政策支持和资金保障。如果财政政策不如预期，或市场融资环境收紧，项目投资规模可能缩减，导致工程进展缓慢，影响项目经济

效益和区域发展的实现。

应收账款减值风险：公司减值损失占净利润比例较高，未来若需进一步计提减值，可能侵蚀利润，影响整体盈利水平和财务表现。同时，减值的增加或将对公司资产质量和融资能力带来压力。

国际化风险：公司在境外多个国家和地区开展业务，未来国际贸易秩序和经济形势的波动可能增加公司在境外的合规管理、投资和项目承包的履约风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	113,323.16	120,933.66	159,592.35	172,480.02	186,721.04
应收票据及应收账款	109,374.21	118,231.65	94,558.15	133,019.66	113,348.38
预付账款	29,061.40	27,034.72	32,049.38	31,746.70	37,273.10
存货	78,262.89	88,021.22	87,120.07	101,988.80	102,604.59
其他	289,543.43	331,919.16	312,152.00	339,424.92	348,703.49
流动资产合计	619,565.09	686,140.39	685,471.95	778,660.11	788,650.60
长期股权投资	99,318.58	113,490.40	127,662.21	141,834.03	156,005.85
固定资产	50,500.98	63,662.55	69,507.52	74,321.99	78,170.44
在建工程	9,615.30	10,717.15	9,373.72	8,298.97	7,439.18
无形资产	227,663.68	210,449.03	207,073.19	203,697.35	200,321.51
其他	510,048.96	599,803.27	628,447.59	658,545.63	690,170.08
非流动资产合计	897,147.50	998,122.39	1,042,064.23	1,086,697.97	1,132,107.06
资产总计	1,516,712.60	1,684,262.79	1,727,536.18	1,865,358.08	1,920,757.65
短期借款	36,029.24	49,029.32	91,088.46	121,502.07	150,950.22
应付票据及应付账款	353,163.85	391,789.38	362,949.61	391,227.00	379,373.28
其他	275,186.48	321,362.16	312,077.39	352,689.45	349,276.53
流动负债合计	664,379.57	762,180.85	766,115.46	865,418.52	879,600.02
长期借款	344,551.16	372,310.06	381,843.02	388,186.50	393,877.87
应付债券	26,509.98	25,553.72	26,031.85	26,031.85	25,872.47
其他	53,780.26	65,093.66	68,348.34	71,765.76	75,354.05
非流动负债合计	424,841.40	462,957.43	476,223.21	485,984.11	495,104.39
负债合计	1,089,220.97	1,225,138.29	1,242,338.67	1,351,402.63	1,374,704.41
少数股东权益	144,992.46	157,390.03	162,811.96	168,805.65	175,506.86
股本	16,165.71	16,263.66	16,278.61	16,278.61	16,278.61
资本公积	37,718.07	42,616.72	42,616.72	42,616.72	42,616.72
留存收益	173,670.38	192,572.39	212,705.69	234,962.10	259,845.76
其他	54,945.01	50,281.70	50,784.52	51,292.36	51,805.29
股东权益合计	427,491.63	459,124.50	485,197.51	513,955.45	546,053.24
负债和股东权益总计	1,516,712.60	1,684,262.79	1,727,536.18	1,865,358.08	1,920,757.65

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	25,010.04	30,224.11	25,166.83	27,820.73	31,104.82
折旧摊销	13,455.45	11,874.08	13,035.87	13,797.68	14,548.75
财务费用	17,956.61	19,701.81	(1,465.87)	573.73	659.43
投资损失	(3,892.82)	(978.39)	805.09	724.58	797.04
营运资金变动	(89,449.97)	(9,991.90)	(31,850.30)	(37,593.60)	(39,718.28)
其它	38,059.23	(38,755.46)	6,797.23	7,474.90	8,401.95
经营活动现金流	1,138.54	12,074.26	12,488.85	12,798.02	15,793.71
资本支出	12,853.64	11,660.46	25,078.70	24,915.97	24,745.10
长期投资	13,992.56	14,171.82	14,171.82	14,171.82	14,171.82
其他	(73,773.19)	(81,717.31)	(60,745.49)	(70,715.55)	(68,926.47)
投资活动现金流	(46,927.00)	(55,885.04)	(21,494.97)	(31,627.76)	(30,009.55)
债权融资	33,490.98	51,671.96	53,536.11	38,272.37	35,840.47
股权融资	3,804.85	(4,429.18)	(5,871.29)	(6,554.95)	(7,383.60)
其他	15,336.08	3,088.89	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	52,631.91	50,331.67	47,664.81	31,717.41	28,456.87
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	6,843.45	6,520.89	38,658.69	12,887.68	14,241.02

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	721,887.46	758,676.43	797,961.73	862,400.11	933,605.21
营业成本	637,367.88	663,150.17	698,473.10	754,176.61	815,929.71
营业税金及附加	2,595.71	2,169.76	2,282.11	2,466.40	2,670.04
销售费用	2,018.50	2,542.58	2,674.24	2,890.20	3,128.83
管理费用	19,610.86	18,798.39	19,771.80	21,023.48	22,759.31
研发费用	23,474.76	27,316.20	28,810.47	30,619.58	33,147.72
财务费用	(1,210.70)	(1,137.29)	(1,465.87)	573.73	659.43
资产/信用减值损失	(10,069.71)	(8,603.50)	(7,916.69)	(7,125.02)	(6,707.17)
公允价值变动收益	(135.15)	(1,048.18)	19.76	(17.26)	25.38
投资净收益	1,337.41	(894.54)	(805.09)	(724.58)	(797.04)
其他	15,645.51	19,999.40	0.00	0.00	0.00
营业利润	31,252.39	36,383.44	38,713.86	42,783.26	47,831.34
营业外收入	546.96	509.47	500.00	510.00	510.00
营业外支出	529.92	529.12	529.12	529.12	529.12
利润总额	31,269.43	36,363.80	38,684.75	42,764.14	47,812.22
所得税	6,259.39	6,139.68	6,740.45	7,451.24	8,330.82
净利润	25,010.04	30,224.11	31,944.30	35,312.90	39,481.39
少数股东损益	5,746.74	6,412.50	6,777.47	7,492.17	8,376.58
归属于母公司净利润	19,263.30	23,811.61	25,166.83	27,820.73	31,104.82
每股收益 (元)	1.10	1.39	1.55	1.71	1.91

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	5.02%	5.10%	5.18%	8.08%	8.26%
营业利润	8.63%	16.42%	6.41%	10.51%	11.80%
归属于母公司净利润	6.16%	23.61%	5.69%	10.55%	11.80%
获利能力					
毛利率	11.71%	12.59%	12.47%	12.55%	12.60%
净利率	2.67%	3.14%	3.15%	3.23%	3.33%
ROE	6.82%	7.89%	7.81%	8.06%	8.39%
ROIC	10.73%	14.14%	16.62%	17.58%	17.75%
偿债能力					
资产负债率	71.81%	72.74%	71.91%	72.45%	71.57%
净负债率	83.50%	87.09%	85.18%	85.46%	84.51%
流动比率	0.93	0.90	0.89	0.90	0.90
速动比率	0.81	0.78	0.78	0.78	0.78
营运能力					
应收账款周转率	6.87	6.67	7.50	7.58	7.58
存货周转率	9.54	9.13	9.11	9.12	9.13
总资产周转率	0.50	0.47	0.47	0.48	0.49
每股指标 (元)					
每股收益	1.10	1.39	1.55	1.71	1.91
每股经营现金流	0.07	0.74	0.77	0.79	0.97
每股净资产	17.35	18.54	19.80	21.20	22.76
估值比率					
市盈率	6.60	5.22	4.70	4.25	3.80
市净率	0.42	0.39	0.37	0.34	0.32
EV/EBITDA	0.74	0.08	-0.01	-0.02	-0.07
EV/EBIT	0.88	0.10	-0.01	-0.03	-0.09

资料来源：公司公告，天风证券研究所，注：2022 年为重述后的数据。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。

天风证券的销售人员、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发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com