

中国交建 (601800.SH)

新签订单逆势增长，海外经营指标亮眼

优于大市

核心观点

上半年营业收入同比-2.3%，归母净利润同比-0.04%。2024年上半年公司实现营业收入3575亿元，同比-2.3%，实现归母净利润114亿元，同比-0.04%。2024年第一/第二季度分别实现营业收入1769/1805亿元，同比+0.2%/-4.6%，分别实现归母净利润61/53亿元，同比+10.0%/-9.7%。公司二季度收入和业绩环比一季度均有所下滑。

海外新签和收入保持较快增速。2024年上半年公司实现新签合同额9609亿元，同比+8.4%，其中海外新签合同额1961亿元，占比20.4%，同比+38.9%。上半年公司在中国（除港澳台地区）实现收入2878亿元，同比-7.0%，在其他地区实现收入696亿元，占比19.5%，同比+23.6%。公司海外地区新签合同额和营业收入都保持较快增速，支撑整体新签合同额和营业收入稳健增长。

二季度毛利率有所提升，费用率略有上升。2024年上半年公司整体毛利率为11.65%，较上年全年下降0.94个百分点，较上年同期上升0.89个百分点。前两个季度毛利率分别为11.90%/11.42%，较上年同期分别+0.27/+1.47个百分点。2024年上半年公司期间费用为203.6亿元，同比+13.2%，其中管理/销售/研发费用分别同比+0.4%/+46.0%/+5.0%，期间费用率为5.7%，较上年同期上升0.78个百分点。

经营性现金流净流出扩大，需关注下半年回款情况。2024年上半年公司经营性现金流净流出742亿元，同比多流出248亿元，其中一季度净流出396亿元，二季度净流出345亿元，分别同比多流出140/107亿元。公司现金流数据呈现明显的季节性波动，一二季度通常是现金净流出的季度，前两季度营业收入的现金含量分别为79.2%和61.9%，同比-0.8%/+4.3%，处于历史正常区间，需要关注下半年尤其是四季度的现金回款情况。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。受下游行业景气偏弱影响，公司收入和利润短期均存在下滑压力，但公司在同类公司中海外收入占比较高，有望对公司业绩产生较强的支撑作用。下调业绩预测，预测公司未来三年归母净利润为228/246/269亿元（前值277/313/345亿元），每股收益1.40/1.51/1.66元（前值1.71/1.92/2.12元），对应当前股价PE为5.8/5.4/4.9X，维持“优于大市”评级。

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等。

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	756,352	766,542	776,234
(+/-%)	5.1%	5.3%	-0.3%	1.3%	1.3%
归母净利润(百万元)	19104	23812	22844	24597	26936
(+/-%)	6.2%	24.6%	-4.1%	7.7%	9.5%
每股收益(元)	1.18	1.46	1.40	1.51	1.66
EBIT Margin	5.1%	5.9%	5.9%	6.0%	6.1%
净资产收益率(ROE)	6.8%	7.9%	7.2%	7.3%	7.5%
市盈率(PE)	6.9	5.6	5.80	5.38	4.9
EV/EBITDA	25.2	24.2	24.5	23.7	23.7
市净率(PB)	0.47	0.44	0.41	0.39	0.37

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

证券分析师：朱家琪

021-60375435

zhujiqi@guosen.com.cn

S0980524010001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	8.14元
总市值/流通市值	132508/132508百万元
52周最高价/最低价	9.90/6.81元
近3个月日均成交额	290.46百万元

市场走势



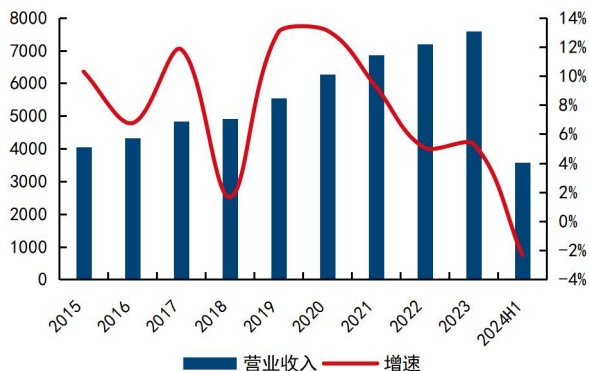
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《中国交建(601800.SH)-扣非归母净利润同比增长58%，投资结构持续优化》——2024-04-06
- 《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

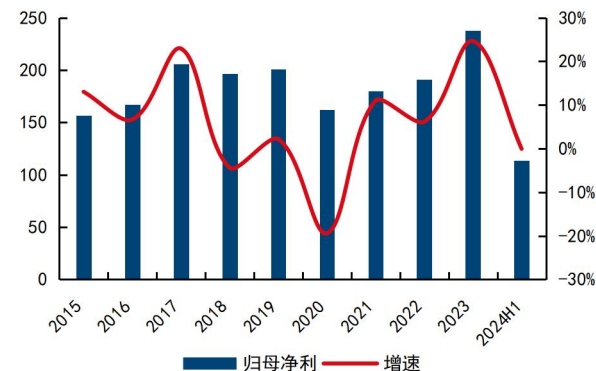
上半年营业收入同比-2.3%，归母净利同比-0.04%。2024年上半年公司实现营业收入3575亿元，同比-2.3%，实现归母净利润114亿元，同比-0.04%。2024年第一/第二季度分别实现营业收入1769/1805亿元，同比+0.2%/-4.6%，分别实现归母净利润61/53亿元，同比+10.0%/-9.7%。公司二季度收入和业绩环比一季度均有所下滑。

图1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

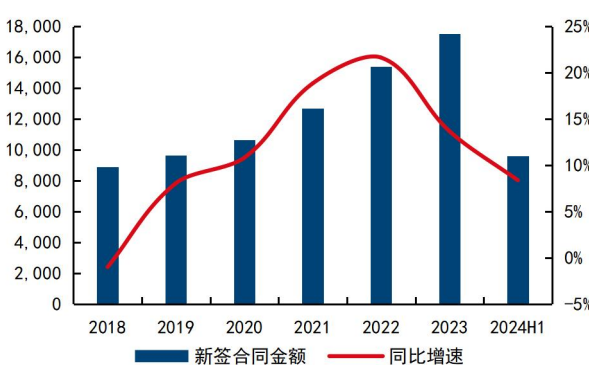
图2: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

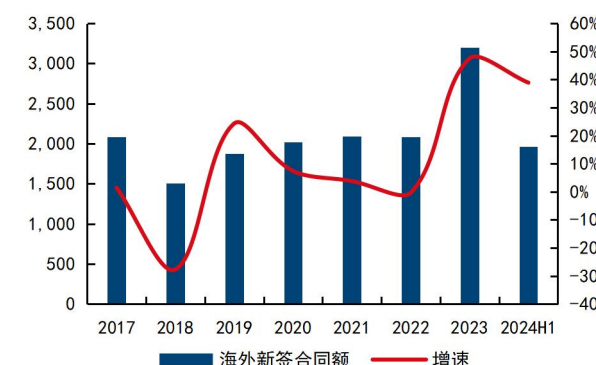
海外新签和收入保持较快增速。2024年上半年公司实现新签合同额9609亿元，同比+8.4%，其中海外新签合同额1961亿元，占比20.4%，同比+38.9%。上半年公司在中国（除港澳台地区）实现收入2878亿元，同比-7.0%，在其他地区实现收入696亿元，占比19.5%，同比+23.6%。公司海外地区新签合同额和营业收入都保持较快增速，支撑整体新签合同额和营业收入稳健增长。

图3: 公司新签合同额及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

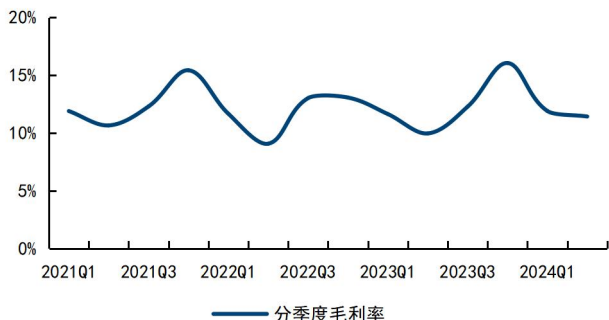
图4: 公司海外新签合同额 (单位: 亿元)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

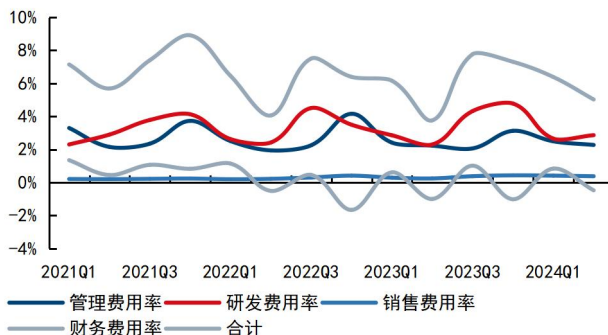
二季度毛利率有所提升，费用率略有上升。2024年上半年公司整体毛利率为11.65%，较上年全年下降0.94个百分点，较上年同期上升0.89个百分点。前两个季度毛利率分别为11.90%/11.42%，较上年同期分别+0.27/+1.47个百分点。2024年上半年公司期间费用为203.6亿元，同比+13.2%，其中管理/销售/研发费用分别同比+0.4%/+46.0%/+5.0%，期间费用率为5.7%，较上年同期上升0.78个百分点。

图5: 公司单季度毛利率变化 (单位: %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

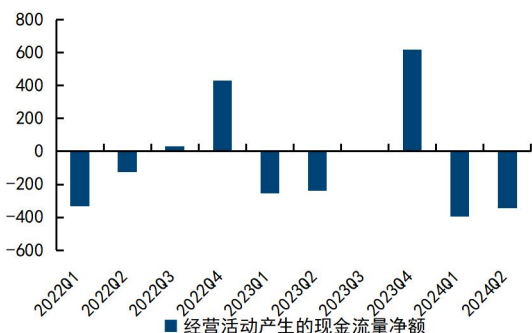
图6: 公司单季度各项费用率变化 (单位: %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

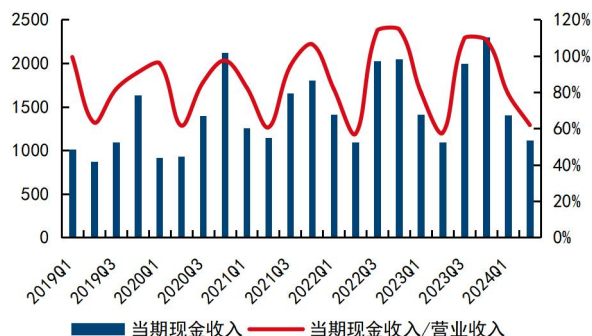
经营性现金流净流出扩大, 需关注下半年回款情况。2024 上半年公司经营性现金净流出 742 亿元, 同比多流出 248 亿元, 其中一季度净流出 396 亿元, 二季度净流出 345 亿元, 分别同比多流出 140/107 亿元。公司现金流数据呈现明显的季节性波动, 一二季度通常是现金净流出的季度, 前两季度营业收入的现金含量分别为 79.2% 和 61.9%, 同比-0.8%/+4.3%, 处于历史正常区间, 需要关注下半年尤其是四季度的现金回款情况。

图7: 公司经营性现金流净额 (单位: 亿元)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司营业收入及现金含量变化 (单位: 亿元, %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

投资建议: 下调盈利预测, 维持“优于大市”评级。受下游行业景气偏弱影响, 公司收入和利润短期均存在下滑压力, 但公司在同类公司中海外收入占比较高, 有望对公司业绩产生较强的支撑作用。预测公司未来三年归母净利润为 228/246/269 亿元 (前值 277/313/345 亿元), 每股收益 1.40/1.51/1.66 元 (前值 1.71/1.92/2.12 元), 对应当前股价 PE 为 5.8/5.4/4.9X, 维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值

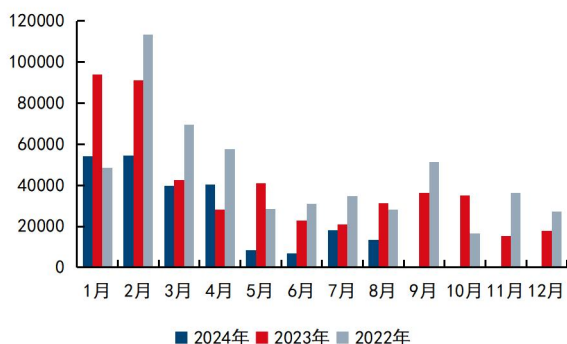
公司简称	收盘价	市值 (亿元)	EPS		PE	
			2024E	2025E	2024E	2025E
中国建筑	5.46	2272	1.34	1.44	4.1	3.8
中国中铁	5.64	1293	1.36	1.31	4.1	4.3
中国铁建	7.69	975	1.75	1.62	4.4	4.7
中国交建	8.14	1143	1.4	1.51	5.8	5.4

资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

关键假设及关键指标预测调整：

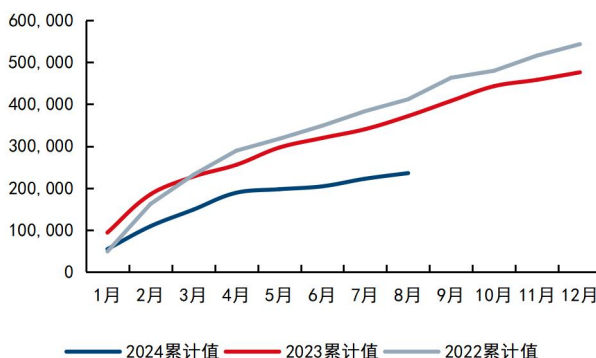
下调营业收入增速预测。根据 Mysteel 统计数据，2024 年 1-8 月，全国各地新开工项目投资额共计 23.6 万亿元，同比-36.6%。受地方政府化债、专项债项目紧缺、国债拉动规模有限等因素影响，当前公司下游基建建设需求大幅低于预期，导致公司在国内市场的新签合同额出现显著下滑，预计将对未来的营业收入增速产生重要影响。同时公司积极调整经营策略，更加注重回款周而非收入规模增长，因此下调公司未来营业收入增速，预期公司未来三年营业收入增速分别为 -0.3%/+1.3%/+1.3%（前值为 8.2%/8.2%/8.2%）。

图9：2022-2024 年月度全国开工项目投资额（单位：亿元）



资料来源：Mysteel，国信证券经济研究所整理

图10：2022-2024 年年内累计项目开工投资额（单位：亿元）



资料来源：Mysteel，国信证券经济研究所整理

上调销售和管理费用率预测。2024 上半年公司期间费用为 203.6 亿元，同比+13.2%，其中管理/销售/研发费用分别同比+0.4%/+46.0%/+5.0%，期间费用率为 5.7%，较上年同期上升 0.78 个百分点。费用率压降幅度低于此前预期，由于员工薪酬是管理和销售费用的主要组成部分，这部分支出具有相对刚性，在营业收入增速下滑的情况下，管理和销售费用率将有所上升，预测 2024-2026 年管理费用率 2.4%/2.4%/2.4%（前值 2.0%/2.0%/2.0%），销售费用率 0.4%/0.4%/0.5%（前值 0.2%/0.2%/0.2%）。

表2：关键指标预测修正

	2021	2022	2023	2024E	此前预测值	2025E	此前预测值	2026E	此前预测值
营业收入增速	9.3%	5.1%	5.3%	-0.3%	8.2%	1.3%	8.2%	1.3%	8.2%
毛利率	12.5%	11.6%	12.6%	12.9%	12.8%	13.1%	13.0%	13.2%	13.1%
销售费用率	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.2%	0.4%	0.2%	0.5%	0.2%
管理费用率	2.4%	2.3%	2.0%	2.4%	2.0%	2.4%	2.0%	2.4%	2.0%
研发费用率	3.3%	3.2%	3.6%	3.5%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.7%
净利率	2.6%	2.7%	3.1%	3.0%	3.4%	3.2%	3.5%	3.5%	3.6%

资料来源：国信证券经济研究所预测

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	120563	122187	144839	营业收入	720275	758676	756352	766542	776234
应收款项	108485	119193	124332	123907	123347	营业成本	636391	663150	658783	666125	673771
存货净额	78263	88021	87381	86501	85624	营业税金及附加	2580	2170	2170	2170	2170
其他流动资产	90028	103751	96495	99478	101973	销售费用	1998	2543	3051	3295	3559
流动资产合计	616263	686140	686624	691572	716744	管理费用	19443	18798	21236	21418	21602
固定资产	59560	74380	75410	73155	69508	研发费用	23396	27316	26770	27305	28124
无形资产及其他	227522	210091	228480	243661	256114	财务费用	(1194)	(1137)	396	599	(1058)
投资性房地产	77514	82310	82310	82310	82310	投资收益	1331	(895)	(892)	(904)	(915)
长期股权投资	99304	113490	125549	135798	144511	资产减值及公允价值变动	(970)	(2759)	(1882)	(1907)	(1931)
资产总计	1511350	1684263	1714637	1749716	1799023	其他收入	(30474)	(33116)	(33057)	(32560)	(32209)
短期借款及交易性金融负债	99170	122928	139755	126722	125773	营业利润	30945	36383	34886	37564	41134
应付款项	350945	391789	390727	396317	401762	营业外净收支	23	(20)	0	0	0
其他流动负债	53263	61731	61610	62282	62984	利润总额	30968	36364	34886	37564	41134
流动负债合计	661353	762181	757727	756598	767813	所得税费用	6222	6140	5890	6342	6945
长期借款及应付债券	370769	397864	404260	410655	417051	少数股东损益	5641	6413	6152	6624	7254
其他长期负债	53052	65094	71489	77885	84281	归属于母公司净利润	19104	23812	22844	24597	26936
长期负债合计	423821	462957	475749	488540	501332	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	1085174	1225138	1233476	1245138	1269145	净利润	19104	23812	22844	24597	26936
少数股东权益	144198	157390	162065	167034	172401	资产减值准备	78	876	(1711)	0	0
股东权益	281978	301734	319096	337544	357476	折旧摊销	11889	11480	11383	11802	12211
负债和股东权益总计	1511350	1684263	1714637	1749716	1799023	公允价值变动损失	135	1048	0	0	0
						财务费用	(1194)	(1137)	396	599	(1058)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(55064)	(63704)	(15864)	8021	9423
每股收益	1.18	1.46	1.40	1.51	1.66	其它	4102	4137	6386	4968	5368
每股红利	0.31	0.32	0.34	0.38	0.43	经营活动现金流	(19757)	(22351)	23039	49388	53938
每股净资产	17.44	18.55	19.62	20.75	21.98	资本开支	0	(53559)	(29091)	(24727)	(21018)
ROIC	11%	14%	14%	14%	14%	其它投资现金流	619	468	0	0	0
ROE	7%	8%	7%	7%	8%	投资活动现金流	(13359)	(67277)	(41149)	(34977)	(29730)
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	6396	6396	6396
EBITDA Margin	7%	7%	7%	8%	8%	支付股利、利息	(4950)	(5198)	(5483)	(6149)	(7003)
收入增长	5%	5%	-0%	1%	1%	其它融资现金流	2801	47590	16827	(13033)	(949)
净利润增长率	6%	25%	-4%	8%	10%	融资活动现金流	41359	97743	17740	(12787)	(1556)
资产负债率	81%	82%	81%	81%	80%	现金净变动	8243	8115	(371)	1624	22651
股息率	3.7%	3.9%	4.1%	4.6%	5.3%	货币资金的期初余额	104576	112819	120934	120563	122187
P/E	6.9	5.6	5.80	5.38	4.91	货币资金的期末余额	112819	120934	120563	122187	144839
P/B	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	企业自由现金流	(14036)	(68631)	3284	33519	39687
EV/EBITDA	25.2	24.2	24.5	23.7	23.7	权益自由现金流	12645	7011	26178	26383	46013

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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