

战略方溢价认购，助力运营能力提升

华泰研究

2025 年 3 月 12 日 | 中国香港

公告点评

建筑施工

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

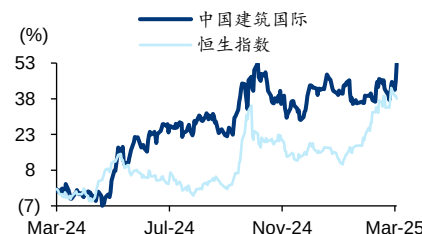
18.79

研究员	方晏荷
SAC No. S0570517080007	fangyanhe@htsc.com
SFC No. BPW811	+(86) 755 2266 0892
研究员	黄颖
SAC No. S0570522030002	huangying018854@htsc.com
SFC No. BSH293	+(86) 21 2897 2288
研究员	王玺杰
SAC No. S0570524110002	wangxijie@htsc.com
	+(86) 755 8249 2388
联系人	樊星辰
SAC No. S0570123040088	fanxingchen@htsc.com
	+(86) 10 6321 1166

基本数据

目标价(港币)	18.79
收盘价(港币 截至 3 月 12 日)	12.82
市值(港币百万)	64,582
6 个月平均日成交额(港币百万)	50.12
52 周价格范围(港币)	8.06-12.98
BVPS(港币)	12.88

股价走势图



资料来源: S&P

公司 3 月 11 日发布公告: 根据一般授权, 公司与认购人中国东方资产管理(国际)控股有限公司订立认购协议, 认购约 2.446 亿股新股份, 认购价为每股 12.26 港元(当日收盘价 12.20 港元), 总认购价 29.99 亿港元。东方国际是公司长期股东, 此前持股比例约 3.56%, 本次交易完成后将持有 8.02%, 并委派一位非执行董事, 成为公司战略股东。我们认为东方国际本次溢价认购彰显了对公司未来在国际市场、建筑科技领域的发展前景和龙头地位的认可, 维持“买入”评级。

东方国际作为中国东方重要投资平台, 是其连接境内外业务和资源的桥梁
 东方国际是中央金融企业中国东方资产管理公司的间接全资子公司, 也是其在海外最为重要的投资平台, 业务遍布中国境内及境外。在境外, 主要从事直接投资业务和资产管理业务, 提供专业化、多元化和综合性的金融服务和定制化解决方案, 包括不良资产投资、特殊机会投资以及一级和二级市场投资; 在境内, 主要从事债权投资、股权投资及财务顾问及管理咨询等业务。

本次交易有望显著优化公司资产负债表, 进一步提升运营能力

本次交易所得款项 29.99 亿港元, 约 16.67% 用于偿还计息债务, 16.67% 用于装配式建筑和其他建筑科技的生产、研发和投资; 66.66% 用于投资本集团的建筑或其他建筑相关业务及本集团一般企业目的。本次交易为公司优化报表的同时提升了运营能力。根据 23 年末资产负债表模拟测算, 交易完成后预计公司资产负债率、净借贷比率分别下降 0.9、6.5pct 至 69.3%/60.6%。

北部都会区建设蓬勃发展, 内地聚焦城市更新为装配式建筑带来机遇

香港特区 25 年 2 月 26 日公布 2025-26 年度《财政预算案》, 随着北部都会区建设推进, 工程开支进入高峰期, 未来 5 年基本工程开支由去年预计的平均每年约 900 亿港元增至约 1200 亿港元。24 年 9 月 24 日以来内地市场政策积极发力, 稳增长叠加化债力度加码, 有利于建筑企业需求和资产负债表改善, 同时随着我国城镇化进入提质增效阶段, 存量时代城市更新成为政府投资重要抓手, 公司凭借智慧高效、绿色环保的 MiC 技术, 有望充分受益。

盈利预测与估值

我们维持公司 2024-2026 年归母净利润预测 104/118/134 亿港元。可比公司 25 年 Wind 一致预期 7xPE, 考虑到公司新签合同高增长, 保障业绩稳健性, 中长期科技赋能有望优化商业模式和盈利能力, 认可给予公司 25 年 8xPE, 目标价 18.79 港元(前值 16.64 港元, 25 年 7xPE, 可比均值 6x), 维持“买入”评级。

风险提示: 港澳投资低于预期; 内地拓展低于预期; MiC 应用低于预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(港币百万)	101,975	113,734	125,586	141,495	157,989
+/-%	31.91	11.53	10.42	12.67	11.66
归属母公司净利润(港币百万)	7,957	9,164	10,425	11,830	13,361
+/-%	17.00	15.17	13.75	13.48	12.94
EPS(港币, 最新摊薄)	1.58	1.82	2.07	2.35	2.65
ROE(%)	12.26	13.35	13.80	14.14	14.39
PE(倍)	8.12	7.05	6.20	5.46	4.83
PB(倍)	0.98	0.90	0.81	0.73	0.66
EV EBITDA(倍)	4.07	3.67	3.72	3.71	3.70

资料来源: 公司公告、华泰研究预测



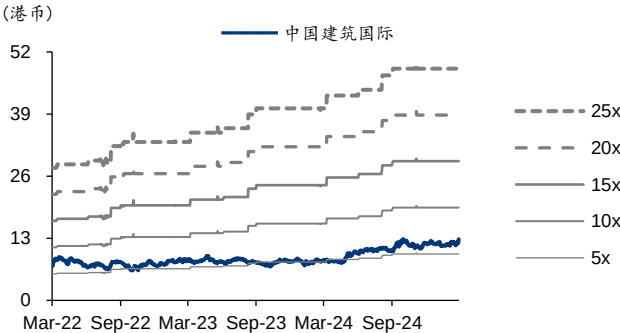
图表1：可比公司估值表（2025/3/12）

公司名称	公司代码	股价 (本位币)	EPS (本位币)				PE (倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
中国中铁	0390 HK	3.87	1.43	1.35	1.36	1.38	2.50	2.65	2.63	2.59
中国中冶	1618 HK	1.63	0.36	0.37	0.36	0.34	4.13	4.04	4.15	4.40
鸿路钢构	002541 CH	19.60	1.71	1.33	1.51	1.76	11.46	14.74	12.94	11.12
江河集团	601886 CH	5.75	0.59	0.65	0.74	0.84	9.75	8.86	7.82	6.88
平均值							6.96	7.57	6.88	6.25
中国建筑国际	3311 HK	12.82	1.82	2.07	2.35	2.65	7.05	6.20	5.46	4.83

注：除中国建筑国际外，盈利预测均来自 Wind 一致预期。

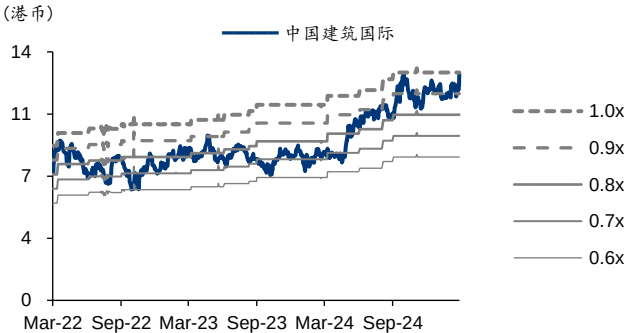
资料来源：Wind、Bloomberg、华泰研究

图表2：中国建筑国际 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表3：中国建筑国际 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (港币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	101,975	113,734	125,586	141,495	157,989
销售成本	(87,957)	(97,395)	(107,809)	(121,443)	(135,528)
毛利润	14,019	16,339	17,777	20,052	22,461
销售及分销成本	(2,435)	(2,623)	(2,917)	(3,130)	(3,445)
管理费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收入/支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务成本净额	(2,991)	(3,204)	(3,360)	(3,475)	(3,428)
应占联营公司利润及亏损	609.13	944.51	1,127	1,055	1,089
税前利润	10,779	12,104	13,768	15,625	17,646
税费开支	(2,309)	(2,391)	(2,719)	(3,086)	(3,485)
少数股东损益	512.59	548.90	624.40	708.60	800.26
归母净利润	7,957	9,164	10,425	11,830	13,361
折旧和摊销	(687.69)	(853.71)	(502.59)	(524.29)	(550.14)
EBITDA	14,458	16,162	17,631	19,624	21,624
EPS (港币, 基本)	1.58	1.82	2.07	2.35	2.65

资产负债表

会计年度 (港币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
存货	590.25	522.85	675.03	674.34	831.53
应收账款和票据	85,485	97,978	102,908	119,495	130,589
现金及现金等价物	23,881	28,463	30,195	29,345	26,797
其他流动资产	18,224	20,959	23,287	26,007	28,966
总流动资产	128,180	147,923	157,065	175,521	187,184
固定资产	4,870	5,665	5,807	5,884	6,168
无形资产	4,143	3,860	3,616	3,460	3,236
其他长期资产	91,657	91,827	96,621	101,388	106,878
总长期资产	100,670	101,351	106,044	110,733	116,281
总资产	228,850	249,275	263,110	286,254	303,465
应付账款	80,557	89,836	88,049	96,139	98,871
短期借款	16,787	19,383	22,590	25,095	27,599
其他负债	5,482	6,137	6,260	6,385	6,512
总流动负债	102,825	115,355	116,899	127,619	132,983
长期债务	48,297	51,427	55,784	57,424	59,057
其他长期债务	9,932	8,214	7,921	9,376	9,071
总长期负债	58,229	59,642	63,705	66,800	68,128
股本	125.94	125.94	125.94	125.94	125.94
储备/其他项目	65,465	71,615	79,219	87,840	97,559
股东权益	65,591	71,741	79,345	87,966	97,684
少数股东权益	2,205	2,536	3,161	3,869	4,670
总权益	67,796	74,278	82,505	91,835	102,354

估值指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	8.12	7.05	6.20	5.46	4.83
PB	0.98	0.90	0.81	0.73	0.66
EV EBITDA	4.07	3.67	3.72	3.71	3.70
股息率 (%)	NA	NA	NA	NA	NA
自由现金流收益率 (%)	NA	NA	NA	NA	NA

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (港币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
EBITDA	14,458	16,162	17,631	19,624	21,624
融资成本	2,991	3,204	3,360	3,475	3,428
营运资本变动	(6,086)	(3,980)	(7,502)	(9,526)	(9,570)
税费	(2,309)	(2,391)	(2,719)	(3,086)	(3,485)
其他	(8,842)	(12,494)	(9,978)	(9,683)	(10,947)
经营活动现金流	212.12	500.99	791.13	803.42	1,049
CAPEX	(362.86)	(562.48)	(401.08)	(445.42)	(609.42)
其他投资活动	863.71	1,736	(41.32)	1,331	(54.91)
投资活动现金流	500.84	1,174	(442.40)	885.69	(664.33)
债务增加量	5,073	10,310	7,564	4,145	4,137
权益增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	(2,598)	(2,935)	(2,821)	(3,209)	(3,642)
其他融资活动现金流	(3,003)	(2,827)	(3,360)	(3,475)	(3,428)
融资活动现金流	(527.02)	4,548	1,383	(2,539)	(2,933)
现金变动	185.94	6,223	1,732	(849.78)	(2,548)
年初现金	24,340	23,501	28,392	30,124	29,274
汇率波动影响	(1,025)	(1,333)	(160.49)	(185.37)	(449.87)
年末现金	23,501	28,392	30,124	29,274	26,726

业绩指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
增长率 (%)					
营业收入	31.91	11.53	10.42	12.67	11.66
毛利润	16.99	16.55	8.80	12.80	12.01
营业利润	19.37	18.41	8.34	13.88	12.37
净利润	17.00	15.17	13.75	13.48	12.94
EPS	17.00	15.17	13.75	13.48	12.94
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	13.75	14.37	14.16	14.17	14.22
EBITDA	14.18	14.21	14.04	13.87	13.69
净利润率	7.80	8.06	8.30	8.36	8.46
ROE	12.26	13.35	13.80	14.14	14.39
ROA	3.55	3.83	4.07	4.31	4.53
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	62.82	59.03	60.72	60.45	61.28
流动比率	1.25	1.28	1.34	1.38	1.41
速动比率	1.24	1.28	1.34	1.37	1.40

营运能力 (天)

总资产周转率 (次)	0.46	0.48	0.49	0.52	0.54
应收账款周转天数	281.20	290.36	287.92	282.92	284.92
应付账款周转天数	314.06	314.91	297.00	273.00	259.00
存货周转天数	1.96	2.06	2.00	2.00	2.00
现金转换周期	(30.90)	(22.50)	(7.08)	11.92	27.92

每股指标 (港币)

EPS	1.58	1.82	2.07	2.35	2.65
每股净资产	13.02	14.24	15.75	17.46	19.39

免责声明

分析师声明

本人，方晏荷、黄颖、王玺杰，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师方晏荷、黄颖、王玺杰本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司