

推荐

中国交通建设 (01800.HK)

2021 年 06 月 21 日

基建与疏浚领域世界领先，营收稳定增长

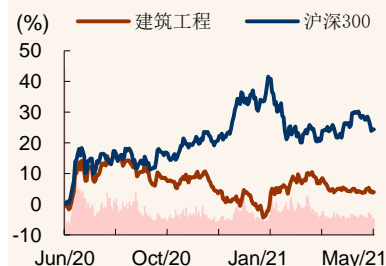
上证指数 3529

行业规模

	占比%
股票家数 (只)	135 3.2
总市值 (亿元)	13354 1.6
流通市值 (亿元)	11671 1.7

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-0.9	-0.2	4.1
相对表现	0.7	-2.2	-22.0



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

唐笑

tangxiao2@cmschina.com.cn
S1090521050001

岳恒宇

010-57782816
yuehengyu@cmschina.com.cn
S1090521050002

研究助理

贾宏坤

jiahongkun@cmschina.com.cn

- 中交集团重要控股子公司，设计和承建众多国家重点项目。公司主营业务涵盖以港口、码头、公路等工程为主的基础设施设计和建设业，以基建疏浚和环保疏浚为主的疏浚业，和以国际工程承包、进出口贸易为主的外经外贸业。截止 2021 年第一季度，公司控股股东中国交建持股 93.75 亿股，占比 57.99%。公司股本结构中，港股占比 27.33%，A 股占比 72.67%。
- 中国领先的交通基建企业，重视科研开发的作用。中国交建是中国最大的港口设计和建设、疏浚、国际工程承包以及国际设计企业。公司注重研发，2020 年研发投入继续加大，截止年末，公司研发费用率达到了最大值 3.22%。公司拥有大批行业专用设备，包括现代化疏浚船队、海上工程船舶设备及陆用工程机械等，拥有以大批专用设备赢得及履行大型且复杂的项目合同的竞争优势。
- 新签订单充足，营收稳健增长。截止 2020 年末，公司累计新签合同 10668 亿元，较 2019 年增 10.59%，其中，基建业务新签合同金额为 9509 亿元，同增 11.62%，占公司新签合同额 89.13%。来自海外地区的新签合同累计额 2050 亿元，同比增 4.68%。2020 年末公司营业收入 6276 亿，同增 12.99%，毛利率持续增长，2020 年年末毛利率累计为 13.02%，较上年同期升 0.24 个百分点。公司实现净利润 193.4 亿元，同比降 10.13%。2021 年第一季度公司期间费用率 9.09%；收现比 1.07，较去年同期降 0.04，付现比 1.36，较去年同期降 0.11 个百分点，资产负债率 73.34%，较去年同期降 0.25 个百分点。
- 公司股价处于底部，估值有望回升。2017 年以来，公司营收稳定增加，但股价持续走低，公司市盈率整体走低，目前处于 1.30% 分位。从 2015 年开始，公司港股估值显著低于 A 股估值，且 A/H 溢价率整体上升，截止 2021 年 6 月 16 日，公司溢价率在五年来位于 87.95% 分位，显著高于历史平均水平。我们认为公司估值已处于底部区域，原因如下：首先，公司前段时间资产剥离影响市场对公司的估值；其次，建筑行业整体增速放缓；第三，前段时间标普道琼斯指数，纳斯达克，MSCI 等国际机构相继宣布剔除几家中国建筑公司，在短期对公司造成了股价下杀。但该突发事件主要对公司近期股价造成波动，长期影响会随疫情的结束逐渐消失，公司估值将回升。
- 投资建议：目前公司估值仍处于较低水平，正处于行业缓慢下滑的大周期之中，下滑斜率和缓，竞争格局有利于行业领导者。综上，预计 2021-2023 年公司 EPS 为 1.51、1.68、1.87 港元/股，对应的 PE 为 2.44、2.20、1.98 倍，目标价为 5.13 港元。首次覆盖，给予“强烈推荐-A”评级。

风险提示：疫情影响海外业务、长期应收款增加、效益不及预期。

敬请阅读末页的重要说明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

正文目录

一、中交集团重要控股子公司，设计和承建众多国家重点项目	4
1.中国首家实现整体海外资本市场上市的特大型国有基建企业	4
2.中交集团重要控股子公司，对其经营业绩起着决定作用	4
3.中交集团控股，子公司涵盖多个领域	5
二、中国领先的交通基建企业，重视科研开发的作用	5
1.中国领先的交通基建企业，基建与疏浚领域世界领先	5
2.重视科研开发对于经营实力的提升和引领作用	8
3.行业专用设备储备充足，具备竞争优势	9
三、新签订单充足，营收稳健增长	10
1.在手订单充足，海外业务放缓	10
2.营收增速提升，毛利率稳健恢复	11
3.期间费用率降低，净利润呈负增长	12
4.现金持续流出，资产负债率增长	13
四、财务预测与估值	13
1.主要假设与盈利预测	13
2.估值：A/H 溢价率位于历史高位，PE 处在历史低位	15
五、投资建议	18
六、风险提示	18

图表目录

图 1：中国交建历史沿革	4
图 2：2015-2020 中国交建营业收入统计	5
图 3：中国交建 2020 年主营业务收入各项占比	5
图 4：中国交建股本结构图	5
图 5：苏通长江大桥	6
图 6：港珠澳大桥	6
图 7：天津港	6
图 8：上海洋山深水港	6
图 9：长江口 12.5 米深水航道治理工程	7
图 10：300 英尺自升式钻井平台	7

图 11: 牙买加南北高速公路	8
图 12: 贵都高速公路	8
图 13: 2020 年建筑行业公司研发投入前十名	9
图 14: 中国交建研发费用率	9
图 15: 2017 年全球主要疏浚企业疏浚业务收入情况 (欧元)	10
图 16: 中国交建疏浚业务新签订单 (亿元)	10
图 17: 岸边集装箱起重机	10
图 18: 12000 吨全回转起重船	10
图 19: 公司新签订单及累计增速	11
图 20: 公司 2020 年新签订单各项占比	11
图 21: 中国交建国内新签订单累计及增速	11
图 22: 中国交建海外新签订单累计及增速	11
图 23: 中国交建营收及同比增速	12
图 24: 中国交建累计毛利率	12
图 25: 中国交建期间费用率	12
图 26: 中国交建减值损失累计	12
图 27: 中国交建净利润及增速	13
图 28: 中国交建收现比和付现比	13
图 29: 中国交建资产负债率	13
图 30: 公司 H 股 2011-2020 年 PEband 图	16
图 31: 公司近 10 年收盘价与换手率	16
图 32: 公司开通以来 AH 股收盘价及溢价率	17
表 1: 世界斜拉桥、悬索桥和跨海大桥前十名	7
表 2: 中国交建所获奖项及荣誉	8
表 3: 收入预测表 (百万元)	14
表 4: 费用率预测表	14
表 5: 利润表预测 (百万元)	14
表 6: 六个位置之后股价表现	16
表 7: 可比港股公司 PE (截止 2021 年 6 月 21 日数据)	17
附: 财务预测表	19

一、中交集团重要控股子公司，设计和承建众多国家重点项目

1. 中国首家实现整体海外资本市场上市的特大型国有基建企业

公司成立于 2006 年 10 月 8 日，是经国务院批准，由中交集团（国务院国资委监管的中央企业）整体重组改制并独家发起设立的股份有限公司。2006 年 12 月 15 日，公司首次公开发行的 H 股在香港联合交易所主板挂牌上市（股份代号：01800.HK），是中国首家实现整体海外资本市场上市的特大型国有基建企业。2012 年 3 月 9 日，公司首次公开发行的 A 股在上海证券交易所挂牌上市（股份代号：601800.SH），成为公司发展历程中一次质的飞跃。

2016 年，集团被国务院国资委确定为国有资本投资公司试点企业，设计“一台六柱”改革总体框架，确立打造基础设施领域的投资控股集团平台，以及世界领先的交通基础设施、城市综合开发、装备制造及海洋重工、疏浚环保及海洋、园区投资建设运营服务、产业金融服务等六大产业集团；2020 年，中国交建居《财富》世界 500 强第 78 位；在国务院国资委经营业绩考核“15 连 A”。

图 1：中国交建历史沿革

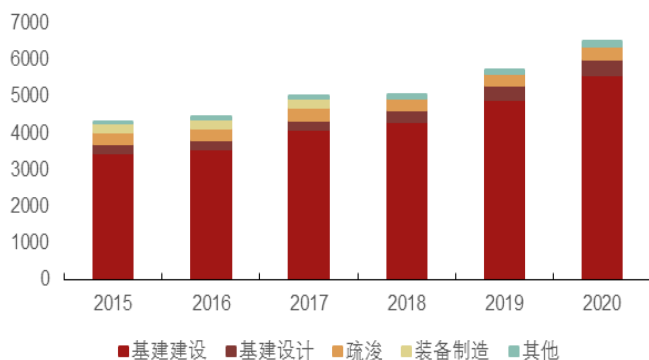


资料来源：公司公告、招商证券

2. 中交集团重要控股子公司，对其经营业绩起着决定作用

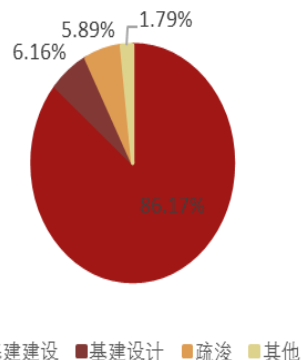
公司主营业务涵盖以港口、码头、公路、桥梁、铁路、隧道、市政工程为主的基础设施设计和建设业，以基建疏浚和环保疏浚为主的疏浚业，以港口机械、筑路机械、大型钢结构为主的装备制造业，以及以国际工程承包、进出口贸易为主的外经外贸业。公司是中国最大的港口设计及建设企业，中国领先的公路、桥梁设计及建设企业，中国最大、世界第三的疏浚企业，全球最大的集装箱起重机制造商，中国最大的国际工程承包商，中国最大的国际设计公司。

图 2: 2015-2020 中国交建营业收入统计



资料来源: 公司公告、招商证券

图 3: 中国交建 2020 年主营业务收入各项占比



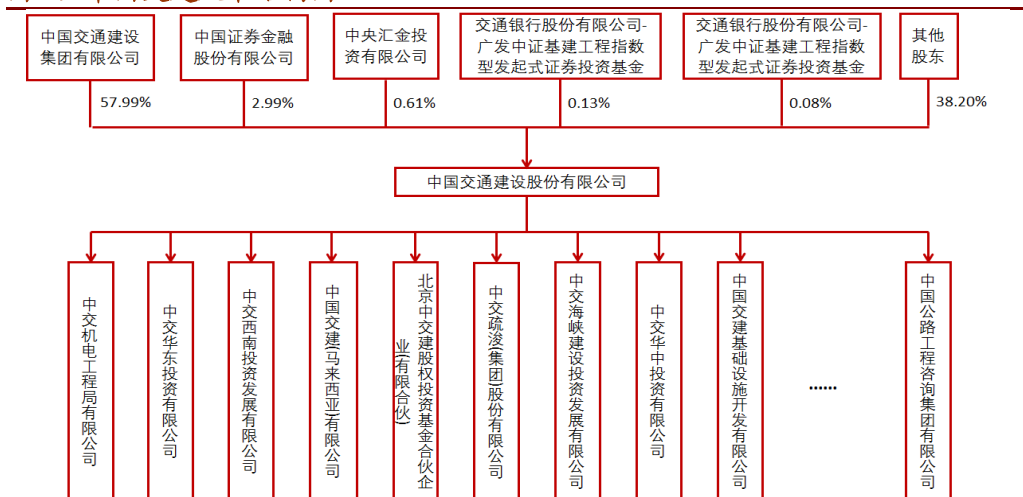
资料来源: 公司公告、招商证券

公司作为中交集团重要控股子公司，对其经营业绩起着决定作用。中交集团在国务院国资委对中央企业经营业绩考核中连续 14 年为 A 级；国务院国资委党建责任制考核连续获评 A 级；连续 13 年荣膺 ENR 全球最大国际承包商中资企业首位；位居世界 500 强排名第 93 位。

3. 中交集团控股，子公司涵盖多个领域

截止 2020 年末，公司控股股东中国交建持股 93.75 亿股，占比 57.99%。公司股本结构中，港股占比 27.33%，A 股占比 72.67%。

图 4: 中国交建股本结构图



资料来源: wind、招商证券

二、中国领先的交通基建企业，重视科研开发的作用

1. 中国领先的交通基建企业，基建与疏浚领域世界领先

公司设计和承建众多国家重点项目，其中，苏通长江大桥、上海洋山深水港、长江口深水航道整治工程、海南工程、港珠澳大桥等工程反映世界最高水平。在国家开放铁路建

设市场后，公司参与了哈大客专、京沪高铁、兰渝铁路、鲁南高铁等 130 多个国家重点铁路项目的施工。同时，公司积极参与铁路“走出去”项目，独立完成了肯尼亚蒙巴萨 - 内罗毕铁路项目和内罗毕 - 马拉巴铁路一期项目。

图 5：苏通长江大桥



资料来源：公司官网、招商证券

图 6：港珠澳大桥



资料来源：公司官网、招商证券

公司为中国领先的交通基建企业，公司的核心业务领域 - 基建建设、基建设计和疏浚均为业内领导者，在港口设计与建设、公路设计与建设、桥梁设计与建设、疏浚、工程船舶队等领域均为世界领先，拥有 36 家主要全资、控股子公司，业务足迹遍及中国所有省、市、自治区及港澳特区和世界 139 个国家和地区。

港口工程中，世界吞吐量前十位的港口中，公司设计建设了 7 个（宁波舟山、上海、唐山、广州、青岛、苏州、天津）。

图 7：天津港



资料来源：公司官网、招商证券

图 8：上海洋山深水港



资料来源：公司官网、招商证券

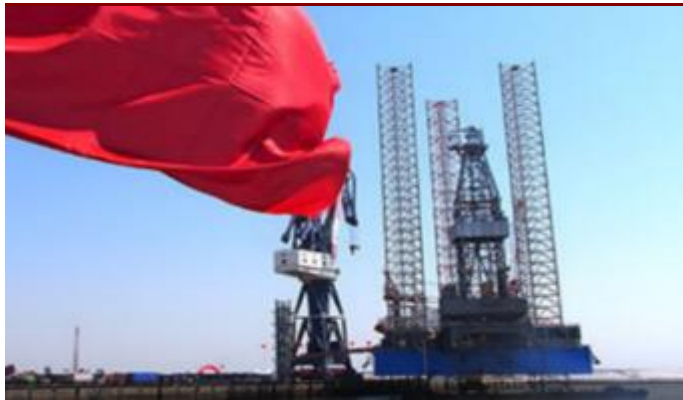
疏浚工程中，疏浚船舶总装机功率、疏浚工程量、年营业收入均居世界首位。

图 9: 长江口 12.5 米深水航道治理工程



资料来源: 公司官网、招商证券

图 10: 300 英尺自升式钻井平台



资料来源: 公司官网、招商证券

桥梁工程中,世界跨径排名前十位的斜拉桥中,公司设计或建设了 6 座;全世界主跨超千米的悬索桥一共 18 座,公司设计或建设了 8 座;世界 10 大跨海大桥中,公司设计或建造了 6 座。

表 1: 世界斜拉桥、悬索桥和跨海大桥前十名

序号	桥名	主跨跨径 (米)	国家	建成时间	承建单位
斜拉桥					
1	Russky	1104	俄罗斯	2012	
2	苏通长江大桥	1088	中国	2008	中国交建
3	昂船洲大桥	1018	中国	2008	
4	鄂东长江大桥	926	中国	2010	中国交建
5	Tatara	890	日本	1999	
6	Pont de Normandie	856	法国	1995	
7	九江长江二桥	818	中国	2013	中国交建
8	荆岳长江大桥	816	中国	2010	中国交建
9	Incheon-2 Bridge	800	韩国	2009	
10	厦漳大桥北汊桥	780	中国	2013	中国交建
悬索桥					
1	Akashi-Kaikyo	1991	日本	1998	
2	西堠门大桥	1650	中国	2009	中国交建
3	Great Belt East	1624	丹麦	1998	
4	Yi Sun-sin	1545	韩国	2012	
5	润扬长江大桥	1490	中国	2005	中国交建
6	南京长江四桥	1418	中国	2013	中国交建
7	Humber	1410	英国	1981	
8	江阴长江大桥	1385	中国	1999	中国交建
9	Tsing Ma	1377	中国	1997	
10	Hardanger Bridge	1310	挪威	2013	
跨海大桥					
1	港珠澳大桥	55	中国	2015	中国交建
2	杭州湾大桥	37.5	中国	2007	中国交建
3	濑户大桥	37.3	日本	1988	
4	切萨皮克湾大桥	37	美国	1964	
5	青岛海湾大桥	36.48	中国	2011	中国交建
6	东海大桥	32.5	中国	2005	中国交建
7	金塘大桥	26.54	中国	2009	中国交建
8	King Fahd Causeway	26	巴林	1986	

敬请阅读末页的重要说明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

9	Great Belt Bridge	17.5	丹麦	1997
10	Oresund Strait Bridge	16	丹麦/瑞典	2000

资料来源: wind、招商证券

公路工程中, 全球高速公路通车里程为 347000 公里, 其中 13.65 万公里在中国, 公司设计或建设的高速公路超过 5 万公里, 约占全国通车高速公路里程的 40%, 全球的 15%。

图 11: 牙买加南北高速公路



资料来源: 公司官网、招商证券

图 12: 贵都高速公路



资料来源: 公司官网、招商证券

2. 重视科研开发对于经营实力的提升和引领作用

公司十分重视科研开发对于经营实力的提升和引领作用, 遵循“自主创新、重点跨越、支撑发展、引领未来”的指导方针, 持续进行创新平台结构和布局的优化, 确定以重点实验室开展应用基础研究、研发中心开展工程化与产业化研发、企业技术中心支持生产经营的三类科技创新平台建设为目标, 打造以国家级、省部级和集团级的重点实验室、研发中心和企业技术中心为核心的“三级三类”创新平台体系。

公司共拥有 15 个国家级创新平台, 46 个省部级创新平台和 19 个集团级创新平台, 各级各类创新平台总计 80 个, 初步形成涵盖创新链各环节, 集应用基础研究、技术研发、成果转化与产业化于一体的创新平台集群。公司拥有 13 个博士后科研工作站, 4 个院士工作站, 依托创新平台以及重大科研项目和重大工程建设, 创建人才、团队、平台“三位一体”的科技人才队伍培养模式, 系统地培养了一大批科技领军人才和高水平创新团队。

公司累计获得国家科技进步奖 44 项, 国家技术发明奖 4 项, 鲁班奖 91 项, 国家优质工程奖 261 项 (含金奖 27 项), 詹天佑奖 95 项, 中国专利金奖 2 项, 中国专利优秀奖 19 项; 作为主参编累计参与颁布国家标准 80 项、行业标准 311 项; 累计拥有授权专利 10,155 项。

表 2: 中国交建所获奖项及荣誉

奖项及荣誉	数量
国家科技进步奖	40
国家技术发明奖	5
鲁班奖	100
国家优质工程奖	295
詹天佑奖	93
中国专利金奖	2
中国专利优秀奖	24

敬请阅读末页的重要说明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

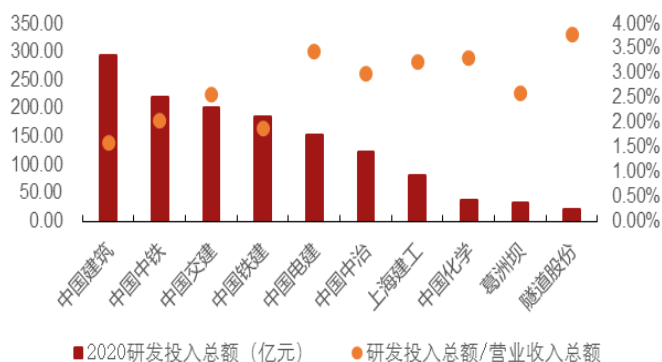
参与颁布国家标准	111
参与颁布行业标准	406
授权专利	13697

资料来源：公司官网、招商证券

公司重视科技研发，2020 年，中国交建投入总额在建筑行业研发投入总额排名第 3，在上市中国公司中排名第 4。公司拥有一种船闸反向弧门安装方法、无滑板铺排船驱动式铺排装置及铺排方法、无滑板铺排船传动式铺排装置及铺排方法、双柱消浪体一次性预制施工工法等 60 项专利技术，在港口设计与建设、公路设计与建设、桥梁设计与建设、疏浚、工程船船队等领域均为世界领先。

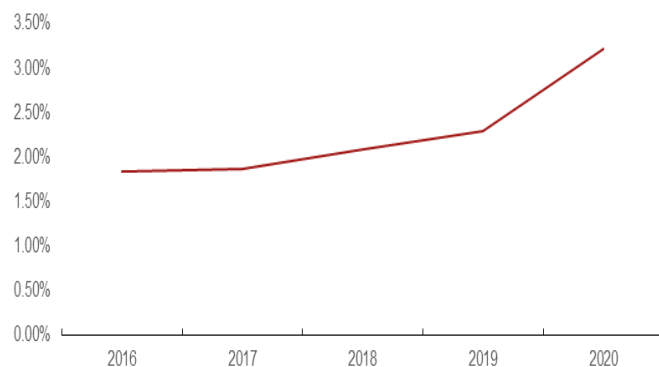
公司 2020 年研发投入仍在继续加大，即使近年来期间费用持续降低，但研发费用仍然持续增长，2020 年，公司研发费用率达到了最大值 3.21%。

图 13：2020 年建筑行业公司研发投入前十名



资料来源：公司公告、招商证券

图 14：中国交建研发费用率



资料来源：公司公告、招商证券

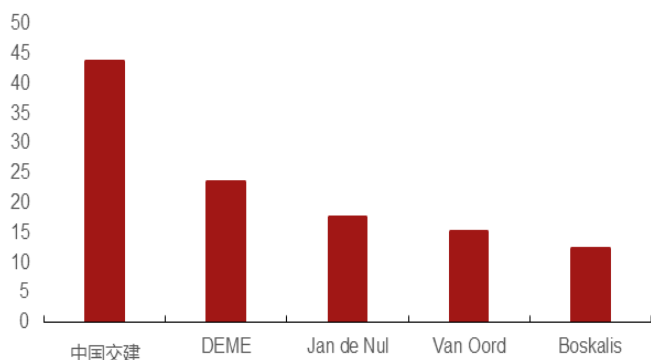
3. 行业专用设备储备充足，具备竞争优势

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，拥有大批行业专用设备赢得及履行大型及复杂的挑战型项目合同的竞争优势。

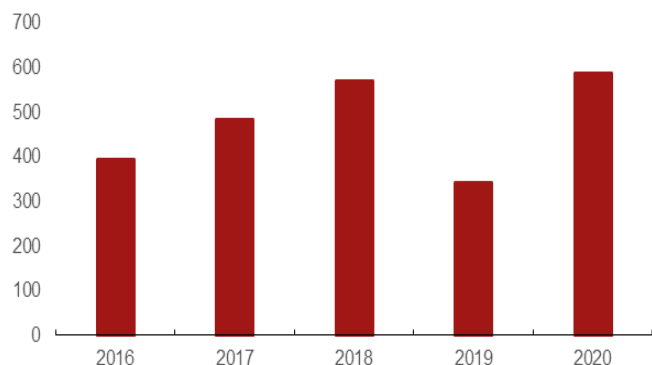
从中国交建疏浚业务营业收入与全球疏浚开放市场四大企业营业收入对比来看，中国交建在疏浚工程行业的全球龙头地位凸显无疑。2017 年，中国交建疏浚业务营业收入实现人民币 340.85 亿元人民币，折合欧元 43.77 亿，同期四大企业中营收最高的比利时德米公司（DEME）仅有 23.56 亿欧元，两者相差 20 亿，而荷兰波斯卡利斯公司营业收入 12.45 亿欧元，更是不到中国交建疏浚业务收入的三分之一。

近两年来，全球疏浚市场逐渐萎缩，中国交建的疏浚业务也受到影响，导致 2019 年疏浚业务新签订单出现下降。中国交建面对市场变化，积极加强资源统筹，发挥自身独特优势，积极拓展国家重大战略性项目，关注生态环保领域的市场机会，在 2020 年取得了良好的成绩。

图 15: 2017 年全球主要疏浚企业疏浚业务收入情况 (亿元) 图 16: 中国交建疏浚业务新签订单 (亿元)



资料来源: 公司公告、招商证券



资料来源: 公司公告、招商证券

港口设备制造领域,公司的港口集装箱起重机连续 10 年拥有全球市场份额的 75%以上, 2015 年超过 80%。

图 17: 岸边集装箱起重机



资料来源: 公司官网、招商证券

图 18: 12000 吨全回转起重船



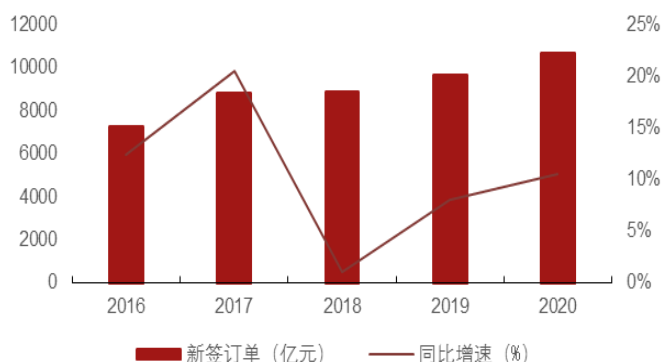
资料来源: 公司官网、招商证券

三、新签订单充足, 营收稳健增长

1. 在手订单充足, 海外业务放缓

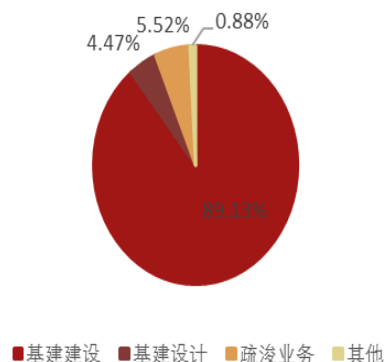
2020 年, 公司新签订单 10667.99 亿元, 较 2019 年同期累计的 9646.83 亿元增长 10.59%。其中, 基建建设业务新签同增 11.62%, 占公司新签订单合同额 89.13%, 全面拉动订单增长。其中, 港口建设市场开拓最为显著, 新签 379.42 亿元, 同增 33.58%, 占基建建设订单比重达 3.99%。

图 19: 公司新签订单及累计增速



资料来源: 公司公告、招商证券

图 20: 公司 2020 年新签订单各项占比

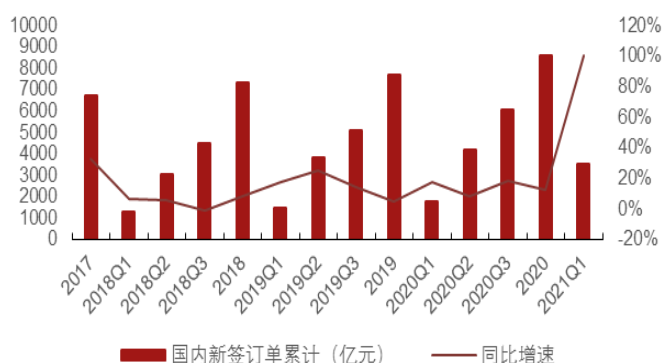


资料来源: wind、招商证券

2020 年第四季度, 公司国内新签订单 2571.49 亿元, 与 2019 年同期相比基本持平。2021 年第一季度, 公司国内新签订单 3522.70 亿元, 同比增加 100.87%, 这主要是由于去年一季度疫情爆发, 新签订单少, 基数小, 因此今年一季度增长幅度大。

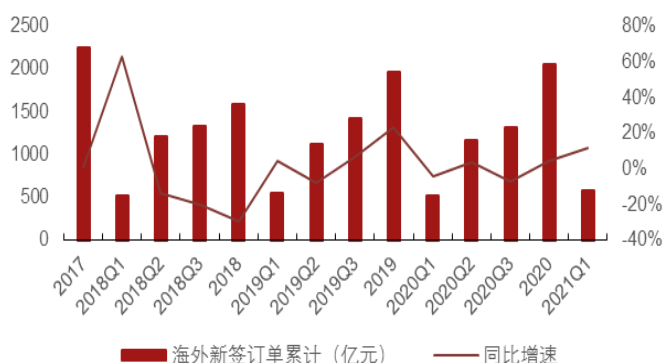
2020 年第四季度来自海外地区的新签合同额 725.59 亿元, 同比上升 35.75%。2021 年第一季度来自海外地区的新签合同额 583.18 亿元, 同比上升 11.89%。这主要是因为海外疫情得到一定程度的控制, 随着疫情逐渐缓解, 海外地区新签订单会逐步回升。

图 21: 中国交建国内新签订单累计及增速



资料来源: 公司公告、招商证券

图 22: 中国交建海外新签订单累计及增速



资料来源: wind、招商证券

2. 营收增速提升, 毛利率稳健恢复

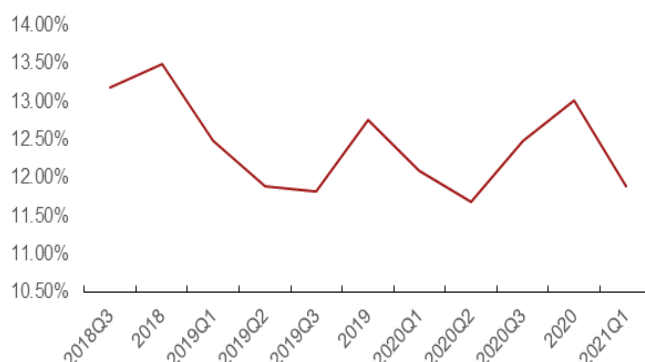
截止 2020 年全年公司累计营业收入达 6244.95 亿元, 同比增速 12.90%。2020 年各季度公司毛利率持续上升, 第四季度毛利率为 13.02%, 较第三季度 12.48% 上升 0.54 个百分点, 这主要是因为随着疫情逐渐缓解, 公司统筹推进疫情防控和复工复产, 各项工作有序推进, 业务经营指标呈现稳健发展态势。2021 年第一季度公司营业收入 1519.28 亿, 同比增速 59.18%, 公司毛利率为 11.89%。

图 23: 中国交建营收及同比增速



资料来源：公司公告、招商证券

图 24: 中国交建累计毛利率



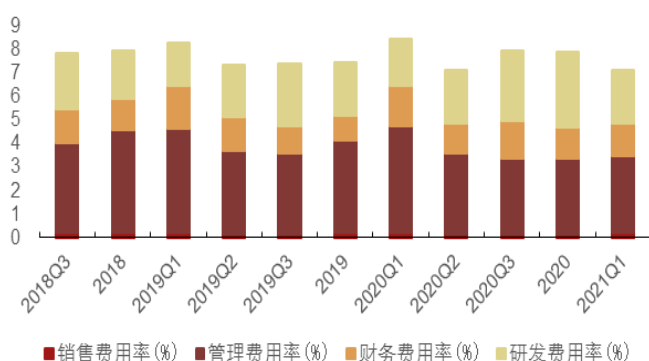
资料来源：wind、招商证券

3. 期间费用率降低，净利润呈负增长

2020 年第四季度公司期间费用率 9.73%，较上年同期的 10.32% 下降 0.59 个百分点；其中销售费用率 0.19%，较上年同期下降 0.02 个百分点；管理费用率 3.17%，较上年同期下降 0.75 个百分点；财务费用率 1.32%，较去年同期上升 0.25 个百分点，这主要是因为借款规模及汇兑损益增加而投资类项目利息收入增加；公司注重科技研发，2020 年以来研发支出持续增加，第四季度研发费用率 3.20%，较去年同期上升 0.93 个百分点。2020 年第四季度公司减值损失持续扩大，总计达 56.5 亿元，这主要是因为疫情影响，导致应收账款周转放缓及个别长期应收款计提特别减值。

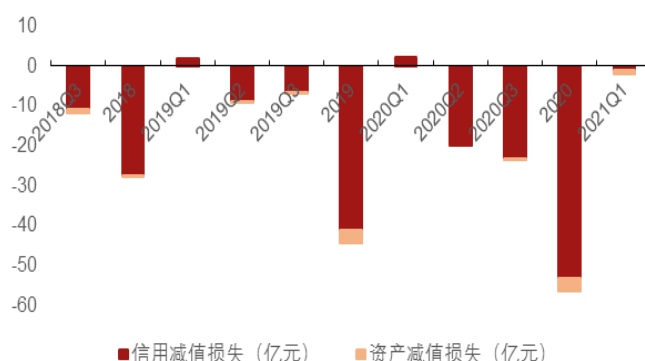
2021 年第一季度公司期间费用率 9.09%，较上年同期的 11.24% 下降 2.15 个百分点，其中销售费用率 0.21%，较去年同期上升 0.01 个百分点；2021 年第一季度研发费用率 2.30%，较去年同期增长 0.32 个百分点；财务费用率为 1.34%，较去年同期下降 0.41 个百分点。

图 25: 中国交建期间费用率



资料来源：公司公告、招商证券

图 26: 中国交建减值损失累计



资料来源：公司公告、招商证券

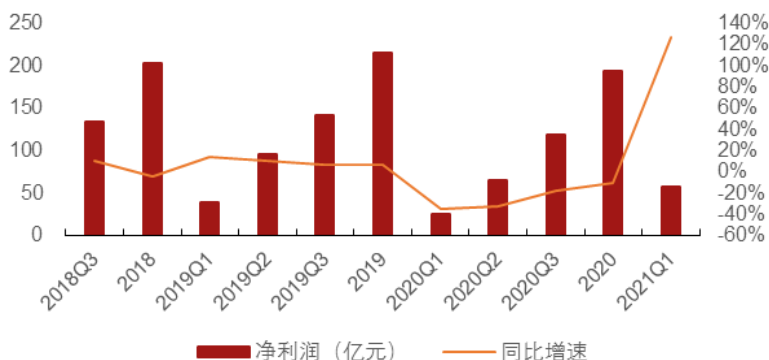
由于疫情期间，以权益法核算的特许经营权项目的收益水平受国内收费公路免收车辆通行费政策影响，以及处置子公司投资收益较上期减少较多，投资收益由上年同期的 16.45 亿元下降为 0.17 亿元。在 2020 年 6 月 30 日之后高速公路恢复收费，公司运营高速公路项目产生的亏损有所减少，公司净利润大幅增长，2020 年第四季度单季净利润为 75.41 亿元，相比于第三季度单季净利润 53.63 亿元增长了 21.78 亿元，相比于去年同期增长 3.23%。2021 年第一季度净利润为 56.74 亿元，同比增长 126.63%。

敬请阅读末页的重要说明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

图 27: 中国交建净利润及增速

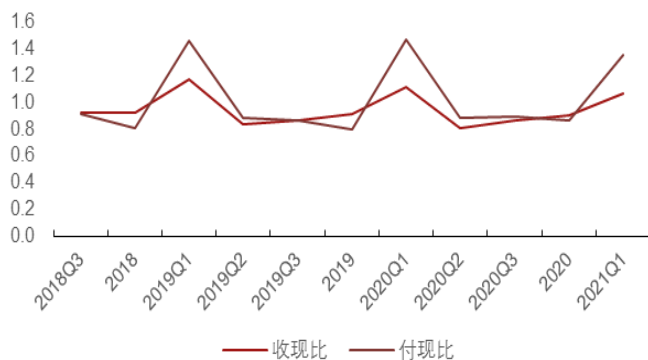


资料来源：公司公告、招商证券

4. 现金持续流出，资产负债率增长

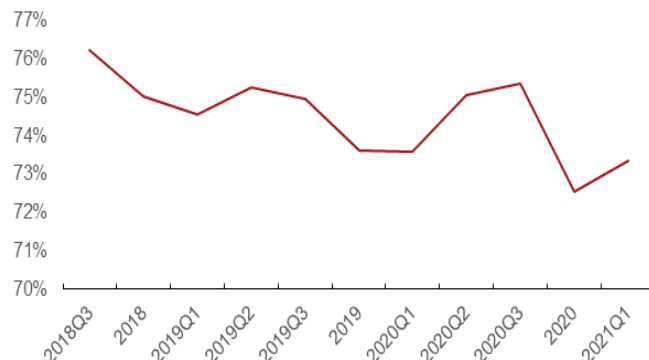
截止 2020 年年末，公司收现比为 0.90，与去年同期基本持平，付现比为 0.87，较去年同期上升 0.07。综合起来，公司 2020 年末经营现金流量净额为 138.51 亿元，净流入同比增加 84.68 亿元。投资现金流量净额为 -1056.87 亿元，净流出同比增加 396.60 亿元，主要由于随交通基础设施等投资类项目发展，相关无形资产等长期资产投资支出增加所致。公司 2020 年末资产负债率 72.56%，较第二季度减少 2.51 个百分点，较第三季度减少 2.80 个百分点。2021 年第一季度公司收现比为 1.07，付现比为 1.36，资产负债率为 73.34%。

图 28: 中国交建收现比和付现比



资料来源：公司公告、招商证券

图 29: 中国交建资产负债率



资料来源：公司公告、招商证券

四、财务预测与估值

1. 主要假设与盈利预测

根据行业和公司基本面，为预测公司未来盈利情况，我们做出如下假设：

假设一：近几年新签订单增速较快，在手订单饱满，将会带动公司总营收增长，预计公司 2021 至 2023 年总营收增长率分别为 15%，10%，9%。

假设二：随着疫情逐渐缓解，公司统筹推进疫情防控和复工复产，各项工作有序推进，业务经营指标呈现稳步发展态势，预计公司 2021 至 2023 年平均毛利率为 12.77%、

敬请阅读末页的重要说明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

12.85%、12.93%。

假设三：公司管理费用继续降低，疫情影响导致差旅费、办公费及运输装卸费等下降，公司销售费用和财务费用基本持平，但公司研发支出将持续增加，因此期间费用率整体变动较小。

表 3：收入预测表（百万元）

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
基建建设					
收入	490813.85	559875.14	643856.41	708242.05	771983.83
增长率	14.01%	14.07%	15.00%	10.00%	9.00%
毛利率	11.68%	11.81%	11.60%	11.70%	11.80%
基建设计					
收入	37945.48	39996.27	45995.71	50595.28	55148.86
增长率	20.24%	5.40%	15.00%	10.00%	9.00%
毛利率	19.20%	18.12%	18.12%	18.12%	18.12%
疏浚业务					
收入	34449.47	38239.89	42063.87	45849.62	49517.59
增长率	5.11%	11.00%	10.00%	9.00%	8.00%
毛利率	13.04%	15.49%	15.49%	15.49%	15.49%
其他主营业务					
收入	8597.42	11642.38	12806.62	13959.22	15075.95
增长率	-30.81%	17.28%	10.00%	9.00%	8.00%
毛利率	6.71%	8.46%	8.46%	8.46%	8.46%
其他业务					
收入	3996.55	4059.01	4464.91	4866.75	5256.09
增长率	14.17%	1.56%	10.00%	9.00%	8.00%
毛利率	27.47%	29.86%	29.86%	29.86%	29.86%
抵销					
收入	-21010.39	-26226.49	-28849.14	-31445.56	-33961.20
增长率	5.72%	24.83%	10.00%	9.00%	8.00%
毛利率	-0.15%	-0.99%	0.00%	0.00%	0.00%
总收入增长率	13.02%	13.12%	14.78%	9.96%	8.96%
毛利率	12.76%	13.02%	12.77%	12.85%	12.93%

资料来源：公司公告、招商证券

表 4：费用率预测表

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	0.21%	0.19%	0.19%	0.19%	0.19%
管理费用率	3.92%	3.17%	3.10%	3.00%	2.90%
财务费用率	1.07%	1.32%	1.30%	1.18%	1.18%
研发费用率	2.27%	3.20%	3.30%	3.40%	3.50%
四费/营业收入	7.46%	7.87%	7.89%	7.77%	7.76%

资料来源：公司公告、招商证券

表 5：利润表预测（百万元）

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
一、营业总收入	554792.37	627586.19	720338.38	792067.36	863021.12

二、营业总成本	527530.36	597919.83	688299.14	755233.50	822101.18
其中：营业成本	484003.47	545850.85	628384.26	690298.91	751418.89
营业税金及附加	2111.65	2671.59	3066.43	3371.78	3673.82
营业费用	1157.69	1180.21	1354.63	1489.52	1622.96
管理费用	21734.51	19869.75	22330.49	23762.02	25027.61
研发费用	12591.72	20093.62	23771.17	26930.29	30205.74
财务费用	5931.32	8253.81	8562	9315	9443
其他业务成本 (金融类)	0	0	0	0	0
三、其他经营收益	-669.34	-4283.13	-2277	-3077	-3877
公允价值变动收益	793.02	213.88	214	214	214
其他收益	774.75	708.68	709	709	709
投资收益	2201.33	444.75	1800	2000	2200
资产减值损失	-4438.44	-5650.44	-5000	-6000	-7000
四、营业利润	26592.67	25383.23	30592	33823	37751
加：营业外收入	305.29	343.18	343	343	343
减：营业外支出	184.42	276.46	276	276	500
五、利润总额	26713.55	25449.95	30659	33890	37595
减：所得税	5093.72	6101.33	6926	7558	8282
六、净利润	21619.83	19348.62	23733	26332	29312
减：少数股东损益	1512.27	3142.61	3560	3950	4397
七、归属母公司所有者净利润	20107.56	16206.01	20173	22382	24915
股本	16174.74	16165.71	16166	16166	16166
每股收益	1.24	1.00	1.25	1.38	1.54
每股收益(港元)	1.51	1.21	1.51	1.68	1.87

资料来源：公司公告、招商证券

根据我们的预测，公司 2021-2023 年营业总收入分别为 7203、7921、8630 亿人民币，分别增长 14.78%、9.96%、8.96%；归属于母公司净利润分别为 202、224、249 亿人民币，分别增长 21.17%、13.76%、9.47%，EPS 为 1.51、1.68、1.87 港元/股，对应的 PE 为 2.44、2.20、1.98 倍。

2. 估值：A/H 溢价率位于历史高位，PE 处在历史低位

从估值对比来看，公司处于较低位置。截至 2021 年 6 月 17 日，公司 H 股市盈率在长达 10 年里仅位于 1.30%分位，处于历史显著低位，2021 年 6 月 17 日公司 H 股市盈率为 3.140，达到近 10 年极低水平。

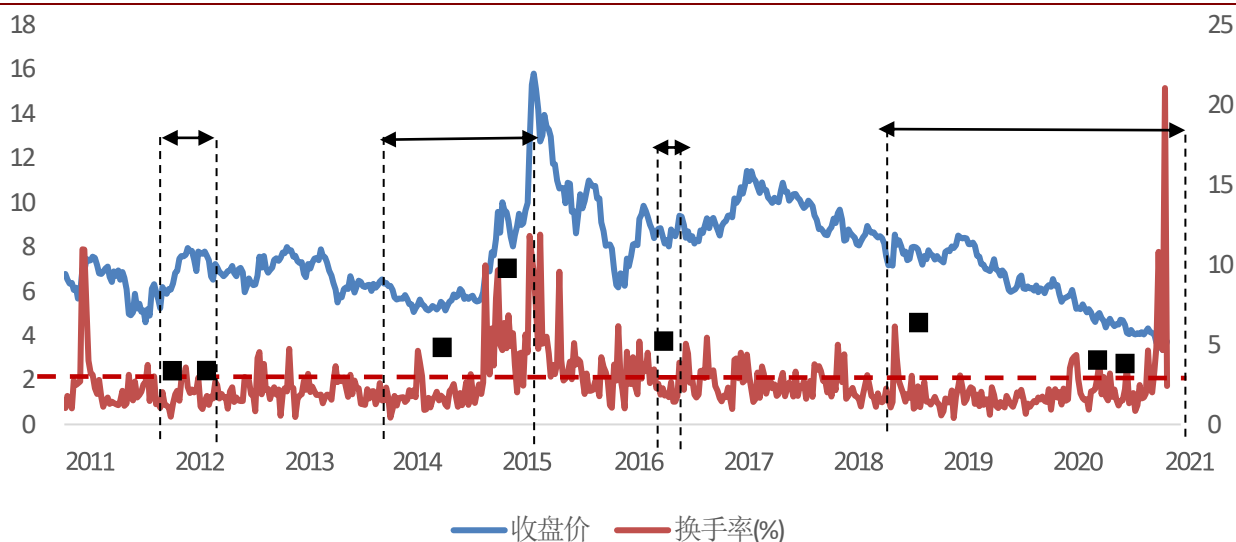
回顾公司过去 10 年的股价表现，有 4 个时间段（2011/08-2012/02、2013/06-2014/11、2016/01-2016/02、2018/02-2021/01）公司市盈率均位于 PEband 图中值线以下，估值处于底部区间。选取这 4 个时间段内公司换手率位于 75%分位线以上的 8 个时间点。

图 30: 公司 H 股 2011-2020 年 PEband 图



资料来源: wind, 招商证券

图 31: 公司近 10 年收盘价与换手率



资料来源: wind, 招商证券

分析这 8 个点之后的股价表现, 可以发现, 第一、二个位置处于相对平稳的阶段, 期间最大涨幅均超过 100%, 1 年内涨幅均相对较小; 第三、四位置处在上行阶段, 受益于这段的大幅上涨, 1 年内收益与最大涨幅均在 100% 以上; 第五位置处于小幅上行阶段, 期间最大涨幅与 1 年内涨幅均为 20% 左右; 第六、七、八个位置均处于下行阶段, 期间最大跌幅与 1 年内跌幅均不足 50%。

表 6: 六个位置之后股价表现

	1 年内涨/跌幅	最大涨/跌幅
第一个位置	涨幅 25% 左右	涨幅超过 200%
第二个位置	大约持平	涨幅超过 100%
第三个位置	涨幅 200% 左右	涨幅 200% 左右
第四个位置	涨幅 100% 左右	涨幅 100% 左右
第五个位置	涨幅 20% 左右	涨幅 20% 左右
第六个位置	大约持平	跌幅 40% 左右
第七个位置	跌幅 20% 左右	跌幅 20% 左右
第八个位置	大约持平	大约持平

资料来源: wind, 招商证券

敬请阅读末页的重要说明

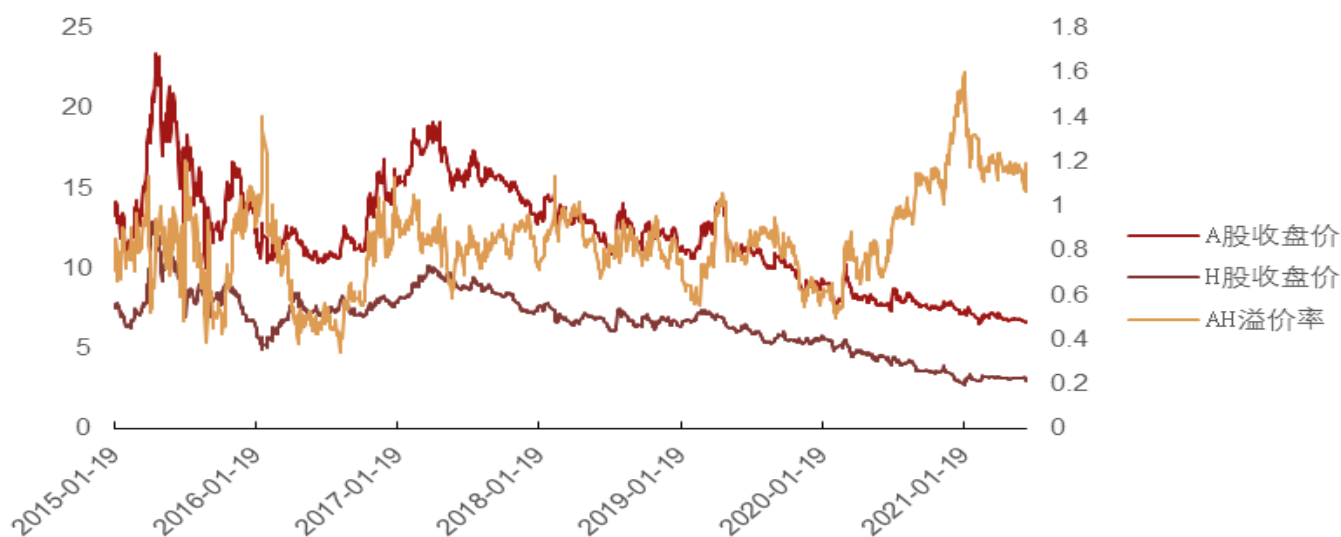
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

此外，从 2015 年开始，公司港股估值显著低于 A 股估值，由于 AH 股估值体系不同，我们计算 A/H 股溢价率，公司溢价率在 2021 年 1 月 4 日达到开通以来最高点 2.59，截止 2021 年 6 月 16 日，公司溢价率在十年来位于 87.95% 分位，显著高于历史平均水平。

公司近年来估值持续走低，主要原因有以下三点：首先，公司前段时间资产剥离影响市场对公司的估值；其次，建筑行业整体增速放缓；第三，前段时间标普道琼斯指数，纳斯达克，MSCI 等国际机构相继宣布剔除几家中国建筑公司，这在短期对公司造成了股价下杀。但是此次突发事件主要对公司近期股价造成波动，长期来看，随着疫情影响逐渐消失，政府积极加大基础设施建设投资力度，公司估值有望回升。

图 32：公司开通以来 AH 股收盘价及溢价率



资料来源：wind，招商证券

从同业对比来看，我们选取 7 家业务相似的同行业港股企业作为可比公司，7 家公司的 2021 年 PE 中位数为 3.43 倍。考虑到公司在多领域处于领导地位，预计短期内地位不会发生改变，虽然前段时间标普道琼斯指数，纳斯达克，MSCI 等国际机构相继宣布剔除几家中国建筑公司，这在短期对公司造成了股价下跌，但是我们认为此次突发事件主要对公司近期股价造成波动，长期来看公司股价有望回升。因此，我们给予中国交建 2021 年 3.4 倍 PE 估值，对应目标价为 5.13 港元。

表 7：可比港股公司 PE（截止 2021 年 6 月 21 日数据）

公司名称	2021E	2022E
中国中铁	2.89	2.58
中石化炼化工程	7.60	7.36
中国中冶	3.41	2.98
中国能源建设	3.08	2.74
中国机械工程	5.57	5.10
城建设计	2.78	2.56
中国建筑国际	4.00	3.54
中位数	3.43	2.99

资料来源：wind，招商证券

注：可比公司 2020-2022 年 PE 为 wind 一致预期

五、投资建议

公司在手订单充足，新签订单有望维持稳健增长。随着疫情逐步得到有效控制，预计影响逐渐消失。目前公司估值仍处于较低水平，正处于行业缓慢下滑的大周期之中，下滑斜率和缓，竞争格局有利于行业领导者。综上，预计 2021-2023 年公司 EPS 为 1.51、1.68、1.87 港元/股，对应的 PE 为 2.44、2.20、1.98 倍，目标价为 5.13 港元。首次覆盖，给予“强烈推荐-A”评级。

六、风险提示

- (1) 当前境外疫情持续蔓延，国际贸易增速放缓，贸易保护盛行，地缘政治风险上升，形势复杂，致使海外业务可能受到影响。
- (2) 公司业务投资规模不断增大、建设周期不断增长，可能使得企业长期应收款持续增长。
- (3) 工期和质量要求严，在国家和地方政府政策调控力度加大、管理不断规范等影响下，可能会影响预期效益和战略目标实现。

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万人民币	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	528769	584497	638646	703468	782539
现金	125439	128054	114578	127401	155056
交易性投资	1192	764	764	764	764
应收票据	1210	1911	2194	2412	2628
应收款项	95933	102421	117535	129239	140816
其它应收款	37778	45616	52358	57572	62729
存货	62070	72877	83887	92153	100312
其他	205147	232853	267330	293927	320233
非流动资产	591630	719672	709620	700003	690820
长期股权投资	52058	67602	67602	67602	67602
固定资产	47100	48465	49712	50746	51602
无形资产	228896	241346	229279	217815	206924
其他	263576	362258	363026	363840	364692
资产总计	1120399	1304169	1348265	1403471	1473359
流动负债	526016	582708	604996	638922	685212
短期借款	50685	45945	52967	40000	40000
应付账款	277763	300003	345364	379392	412984
预收账款	82808	88558	101948	111993	121909
其他	114760	148202	104717	107536	110319
长期负债	298005	363657	364657	365657	366657
长期借款	228764	291764	292764	293764	294764
其他	69240	71893	71893	71893	71893
负债合计	824020	946365	969653	1004579	1051870
股本	16175	16166	16166	16166	16166
资本公积金	61425	64792	64792	64792	64792
留存收益	152553	164113	181362	197692	215893
少数股东权益	66226	112733	116293	120243	124639
归属于母公司所有者权益	230153	245071	262319	278649	296850
负债及权益合计	1120399	1304169	1348265	1403471	1473359

现金流量表

单位: 百万人民币	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	5931	13851	45067	47793	50250
净利润	20108	16206	20173	22382	24915
折旧摊销	10968	10972	20611	20175	19742
财务费用	7976	10593	8562	9315	9443
投资收益	(2326)	(766)	(2723)	(2923)	(3123)
营运资金变动	(31645)	(25190)	(5120)	(5109)	(5128)
其它	850	2036	3564	3953	4400
投资活动现金流	(65714)	(105687)	(7837)	(7637)	(7437)
资本支出	(63760)	(92184)	(10559)	(10559)	(10559)
其他投资	(1954)	(13502)	2723	2923	3123
筹资活动现金流	50923	93687	(50707)	(27333)	(15158)
借款变动	27683	101072	(39221)	(11967)	1000
普通股增加	0	(9)	0	0	0
资本公积增加	11945	3367	0	0	0
股利分配	(3733)	(3765)	(2924)	(6052)	(6715)
其他	15028	(6977)	(8562)	(9315)	(9443)
现金净增加额	(8859)	1852	(13476)	12823	27655

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万人民币	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	554792	627586	720338	792067	863021
营业成本	484003	545851	628384	690299	751419
营业税金及附加	2112	2672	3066	3372	3674
营业费用	1158	1180	1355	1490	1623
管理费用	21735	19870	22330	23762	25028
研发费用	12592	20094	23771	26930	30206
财务费用	5931	8254	8562	9315	9443
资产减值损失	(4438)	(5650)	(5000)	(6000)	(7000)
公允价值变动收益	793	214	214	214	214
其他收益	775	709	709	709	709
投资收益	2201	445	1800	2000	2200
营业利润	26593	25383	30592	33823	37751
营业外收入	305	343	343	343	343
营业外支出	184	276	276	276	500
利润总额	26714	25450	30659	33890	37595
所得税	5094	6101	6926	7558	8282
少数股东损益	1512	3143	3560	3950	4397
归属于母公司净利润	20108	16206	20173	22382	24915

主要财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
年成长率					
营业收入	13%	13%	15%	10%	9%
营业利润	6%	-5%	21%	11%	12%
净利润	2%	-19%	24%	11%	11%
获利能力					
毛利率	12.8%	13.0%	12.8%	12.8%	12.9%
净利率	3.6%	2.6%	2.8%	2.8%	2.9%
ROE	8.7%	6.6%	7.7%	8.0%	8.4%
ROIC	4.2%	3.4%	4.1%	4.5%	4.8%
偿债能力					
资产负债率	73.5%	72.6%	71.9%	71.6%	71.4%
净负债比率	27.8%	29.5%	25.6%	23.8%	22.7%
流动比率	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1
速动比率	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0
营运能力					
资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
存货周转率	8.9	8.1	8.0	7.8	7.8
应收帐款周转率	6.0	6.2	6.4	6.3	6.3
应付帐款周转率	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
每股资料 (港元)					
EPS	1.50	1.21	1.51	1.67	1.87
每股经营现金	0.45	1.04	3.38	3.59	3.77
每股净资产	17.24	18.37	19.66	20.89	22.24
每股股利	0.28	0.22	0.45	0.51	0.56
估值比率					
PE	2.46	3.05	2.44	2.21	1.98
PB	0.21	0.20	0.19	0.18	0.17

敬请阅读末页的重要说明

Page 19

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

唐笑：12 年证券从业研究经验，曾任职于广发证券、天风证券担任建筑行业首席分析师，2021 年 5 月入职招商证券。

岳恒宇：CPA 非执业会员，对外经济贸易大学会计硕士，7 年建筑工程行业研究经验，2021 年 5 月入职招商证券。

贾宏坤：同济大学硕士，通过 CFA 二级，1 年建筑工程行业研究经验，2021 年 5 月入职招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

敬请阅读末页的重要说明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>