

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

买入

核心观点

营收增长5.0%，归母净利增长6.2%。2022年公司实现营业收入7203亿元，同比+5.0%，实现归母净利191亿元，同比+6.2%，均保持稳步增长态势。分业务看基建建设/疏浚业务/设计业务营业收入同比+4.1%/18.9%/1.3%，毛利润同比-2.3%/+15.1%/-9.6%。分地区看，国内营收同比增长5.2%，海外营收同比增长4.0%，海外占比下降0.1个百分点。

毛利率略有下滑，或受缩减投资类业务影响。2022年公司毛利率为11.6%，较上年下降0.9pct，基建建设/疏浚业务/设计业务毛利率较上年分别-0.7/-0.5/-2.0pct，可能是公司缩减投资类业务所致，公司典型的投资类资产（特许经营权、长期应收款之和）自2021年大幅下降18.5%后，2022年仅增长1.7%，整体投资态度保持谨慎。

新签合同规模快速增长，城市建设订单占比超4成。公司新签合同额近年来保持加速增长，2022年新签合同额15423亿元，同比增长21.6%。从新签合同额结构看，公司传统优势领域（道桥、港口、疏浚）新签合同额占比35%，城市建设作为新兴领域新签合同额占比44%，海外工程新签合同额占比14%。

投资重心向政府付费和城市综合开发倾斜，特许经营项目集中进入运营期。2022年公司BOT/政府付费/城市综合开发项目投资确认合同额分别占比10%/37%/53%。城市综合开发2022年完成投资额408.8亿元，同比增长2倍，回收资金825.8亿元，同比增长23倍。受到疫情影响，特许经营类业务收入和利润承压，随着项目培育成熟，运营收入仍处于持续提升通道，2022年实现运营收入70.7亿元，运营净利润19.5亿元。

现汇业务发力，投资类业务收缩，现金流明显好转。公司持续做强现汇业务，加强应收款项催收工作，2022年实现经营性净现金流4.42亿元，较上期增加130.8亿元，实现由负转正，收现比提升至十年内最高94.6%。投资性现金流入448.4亿元，同比增加32.3%，投资性现金流出915.2亿元，流出规模同比增长5.5%，新增投资放缓，在手投资回款持续增长。

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：维持盈利预测，维持“买入”评级。预计公司23-24年归母净利润218/248亿元，每股收益1.35/1.54元，对应当前股价PE为7.90/6.92X。公司股票合理估值区间在13.94-15.98元之间，相对于当前价格有30%-50%的空间，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	685,639	720,275	755,640	851,909	950,474
(+/-%)	9.3%	5.1%	4.9%	12.7%	11.6%
净利润(百万元)	17993	19104	21840	24891	28429
(+/-%)	11.0%	6.2%	14.3%	14.0%	14.2%
每股收益(元)	1.11	1.18	1.35	1.54	1.76
EBIT Margin	5.8%	5.1%	5.7%	5.8%	5.8%
净资产收益率(ROE)	6.9%	6.8%	7.5%	8.2%	9.0%
市盈率(PE)	9.6	9.0	7.9	6.9	6.1
EV/EBITDA	23.3	26.2	24.8	24.1	23.4
市净率(PB)	0.66	0.61	0.59	0.57	0.55

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

联系人：朱家琪
021-60375435
zhujiaqi@guosen.com.cn

联系人：卢思宇
0755-81981872
lusiyu1@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	13.94 - 15.98 元
收盘价	10.66 元
总市值/流通市值	172326/172326 百万元
52周最高价/最低价	12.78/6.57 元
近3个月日均成交额	968.66 百万元

市场走势



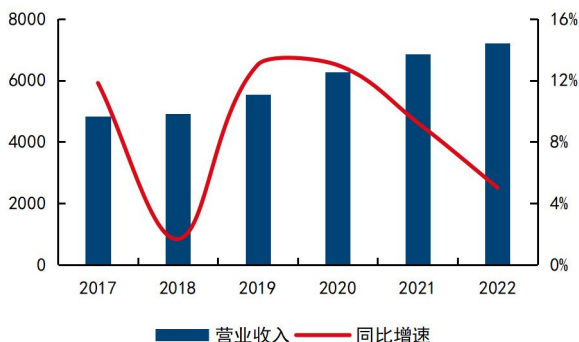
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《中国交建（601800.SH）-交通基建领军者，国际工程与运营业务迎来复苏》——2023-03-22

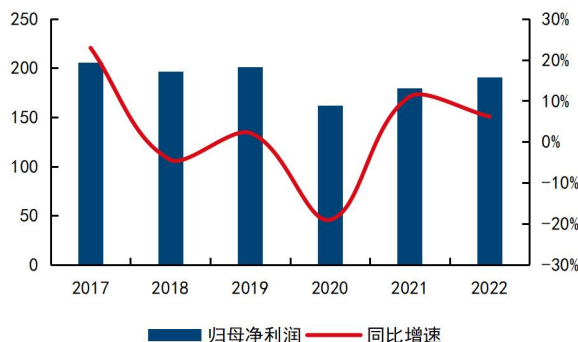
营收增长 5.0%，归母净利增长 6.2%。2022 年公司实现营业收入 7203 亿元，同比 +5.0%，实现归母净利 191 亿元，同比 +6.2%，均保持稳步增长态势。分业务看基建建设/疏浚业务/设计业务营业收入同比 +4.1%/18.9%/1.3%，毛利润同比 -2.3%/+15.1%/-9.6%。分地区看，国内营收同比增长 5.2%，海外营收同比增长 4.0%，海外占比下降 0.1 个百分点。

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

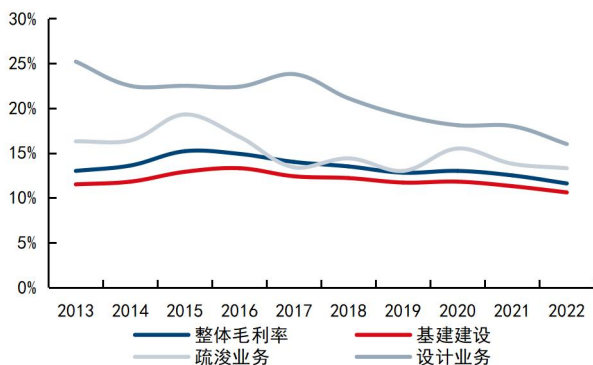
图2：中国交建归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

毛利率略有下滑，或受缩减投资类业务影响。2022 年公司毛利率为 11.6%，较上年下降 0.9pct，基建建设/疏浚业务/设计业务毛利率较上年分别 -0.7/-0.5/-2.0pct，可能是公司缩减投资类业务所致，公司典型的投资类资产（特许经营权、长期应收款之和）自 2021 年大幅下降 18.5%后，2022 年仅增长 1.7%，整体投资态度保持谨慎。

图3：中国交建毛利率变化（单位：%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：中国交建投资类资产变化（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

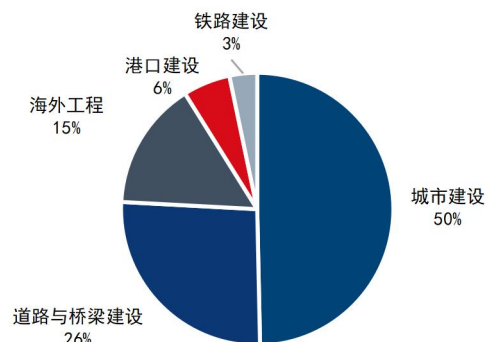
新签合同规模快速增长，城市建设订单占比超 4 成。公司新签合同额近年来保持加速增长，2022 年新签合同额 15423 亿元，同比增长 21.6%。从新签合同额结构看，公司传统优势领域（道桥、港口、疏浚）新签合同额占比 35%，城市建设作为新兴领域新签合同额占比 44%，海外工程新签合同额占比 14%。

图5: 中国交建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

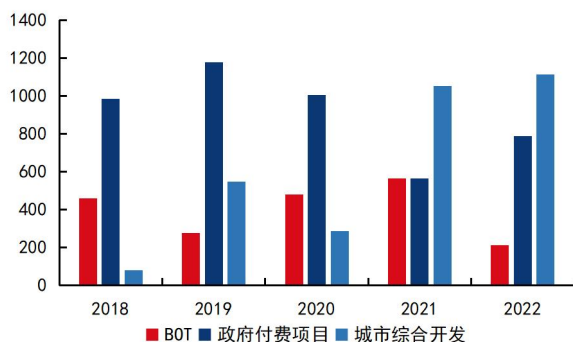
图6: 中国交建新签合同额结构 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

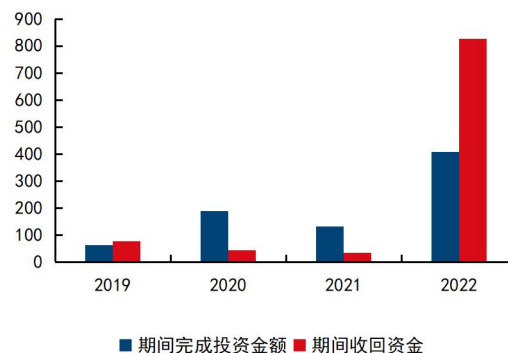
投资重心向政府付费和城市综合开发倾斜，特许经营项目集中进入运营期。2022年公司来自基础设施等投资类项目确认的合同额为2116亿元，其中BOT/政府付费/城市综合开发项目分别占比10%/37%/53%。城市综合开发2022年完成投资额408.8亿元，同比增长2倍，回收资金825.8亿元，同比增长23倍。特许经营业务进入运营期项目33个，较上年增加6个，另有29个参股项目，较上年增加10个。受到疫情影响，特许经营类业务收入和利润承压，随着项目培育成熟，运营收入仍处于持续提升通道，2022年实现运营收入70.7亿元，运营净利润-19.5亿元。

图7: 中国交建投资类业务分类型投资额 (单位: 亿元)

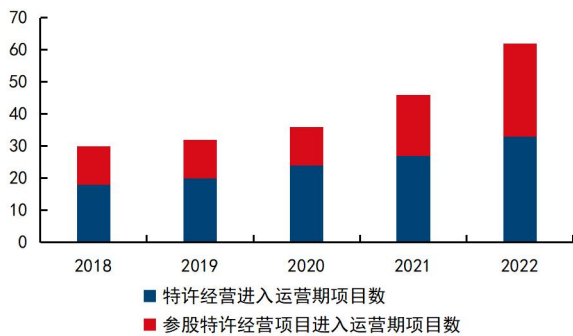


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

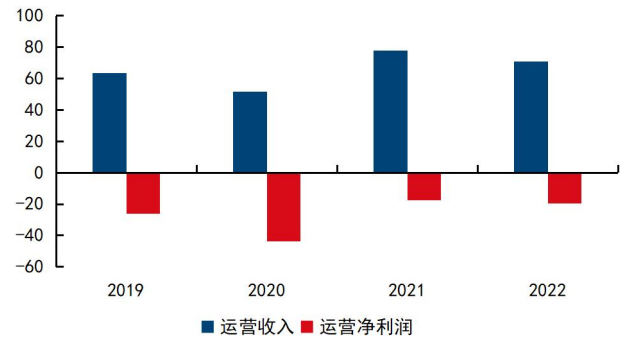
图8: 城市综合开发类项目完成投资额及回款 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

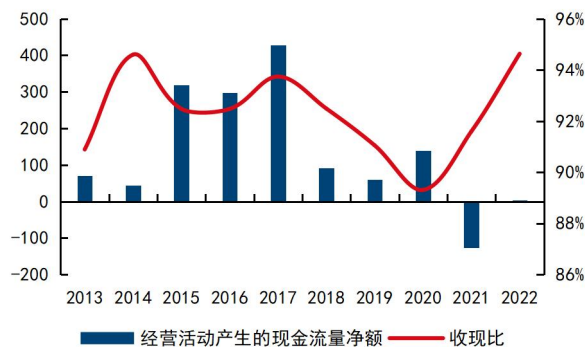
图9：中国交建特许经营项目进入运营期项目数（单位：个）


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

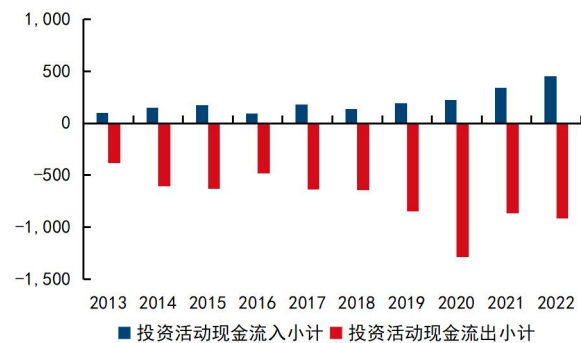
图10：公司特许经营类资产收入和利润（单位：亿元）


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

现汇业务发力，投资类业务收缩，现金流明显好转。公司持续做强现汇业务，加强应收款项催收工作，2022年实现经营性净现金流4.42亿元，较上期增加130.8亿元，实现由负转正，收现比提升至十年内最高94.6%。投资性现金流入448.4亿元，同比增加32.3%，投资性现金流出915.2亿元，流出规模同比增长5.5%，新增投资放缓，在手投资回款持续增长。

图11：中国交建经营性现金流和收现比（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：中国交建投资性现金流入及流出（单位：亿元）


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议：维持盈利预测，维持“买入”评级。公司作为交通基建龙头，在重大工程建设领域具有强大的竞争力，同时公司积极布局投建营全产业链，投资类业务复苏动力强劲。预计公司23-24年归母净利218/248亿元，每股收益1.35/1.54元，对应当前股价PE为7.90/6.92X。公司股票合理估值区间在14.04-16.08元之间，相对于当前价格有22%-40%的空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

表1：可比公司估值表

	EPS		PE		PB
	2023E	2024E	2023E	2024E	
中国中铁	1.12	1.27	6.23	5.50	0.68
中国铁建	1.77	1.97	5.19	4.66	0.54
中国中冶	0.57	0.75	6.89	5.24	0.88
平均			6.11	5.13	0.70
中国交建	1.35	1.54	7.90	6.92	0.71

资料来源：iFind，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）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	104576	112819	156282	182221	202820	营业收入	685639	720275	755640	851909	950474
应收款项	152087	151365	166034	186720	207802	营业成本	599793	636391	660278	744398	829574
存货净额	73064	78263	81054	91410	101909	营业税金及附加	2277	2580	2494	2811	3137
其他流动资产	174425	202791	188910	212977	237619	销售费用	1450	1998	1587	1789	1996
流动资产合计	567345	616263	665169	742364	821133	管理费用	19493	19443	23370	25998	28734
固定资产	60408	59560	56445	53285	50147	研发费用	22587	23396	24545	27928	31444
无形资产及其他	236635	227522	243887	262762	284055	财务费用	6144	(1194)	6302	6947	7958
投资性房地产	441124	508701	534136	560843	588885	投资收益	206	1331	3674	4041	4445
长期股权投资	85326	99304	113968	130501	148946	资产减值及公允价值变动	(579)	(970)	(774)	(813)	(854)
资产总计	1390837	1511350	1613605	1749755	1893166	其他收入	(26760)	(28427)	(30019)	(33809)	(37701)
短期借款及交易性金融负债	113108	136386	139735	148636	157234	营业利润	29347	32991	34490	39385	44966
应付款项	317256	350945	351236	396111	441604	营业外净收支	255	23	139	81	110
其他流动负债	168792	174022	225344	254121	283301	利润总额	29602	33014	34629	39466	45076
流动负债合计	599156	661353	716315	798868	882139	所得税费用	5248	6222	6872	7831	8945
长期借款及应付债券	350113	370769	402273	437948	477751	少数股东损益	5503	5641	5917	6744	7703
其他长期负债	50214	53052	56030	59387	63133	归属于母公司净利润	17993	19104	21840	24891	28429
长期负债合计	400327	423821	458303	497335	540884	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	999483	1085174	1174617	1296203	1423023	净利润	17993	19104	21840	24891	28429
少数股东权益	131006	144198	147157	150529	154380	资产减值准备	416	78	24	(16)	(36)
股东权益	260348	281978	291831	303023	315763	折旧摊销	10223	11503	11019	11868	12687
负债和股东权益总计	1390837	1511350	1613605	1749755	1893166	公允价值变动损失	579	970	774	813	854
						财务费用	6144	(1194)	6302	6947	7958
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(86633)	(58586)	25601	(4822)	(5882)
每股收益	1.11	1.18	1.35	1.54	1.76	其它	2332	2468	2934	3388	3887
每股红利	0.56	0.65	0.74	0.85	0.97	经营活动现金流	(55089)	(24463)	62193	36122	39939
每股净资产	16.10	17.44	18.05	18.74	19.53	资本开支	(7254)	(6658)	(25068)	(28380)	(31660)
ROIC	4.49%	4.50%	5%	5%	5%	其它投资现金流	21251	(7832)	(1862)	3852	(1947)
ROE	6.91%	6.77%	7.48%	8.21%	9.00%	投资活动现金流	(3727)	(28468)	(41595)	(41061)	(52053)
毛利率	13%	12%	13%	13%	13%	权益性融资	(453)	16647	0	0	0
EBIT Margin	6%	5%	6%	6%	6%	负债净变化	28614	23880	31504	35675	39803
EBITDA Margin	7%	7%	7%	7%	7%	支付股利、利息	(9006)	(10485)	(11987)	(13699)	(15688)
收入增长	9%	5%	5%	13%	12%	其它融资现金流	(3426)	17738	3348	8901	8599
净利润增长率	11%	6%	14%	14%	14%	融资活动现金流	35337	61174	22865	30878	32713
资产负债率	81%	81%	82%	83%	83%	现金净变动	(23479)	8243	43464	25939	20599
股息率	5.2%	6.1%	7.0%	7.9%	9.1%	货币资金的期初余额	128054	104576	112819	156282	182221
P/E	9.6	9.0	7.9	6.9	6.1	货币资金的期末余额	104576	112819	156282	182221	202820
P/B	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5	企业自由现金流	(50723)	(24147)	46313	17931	19704
EV/EBITDA	23.3	26.2	24.8	24.1	23.4	权益自由现金流	(25536)	14372	76113	56939	61726

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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