

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

买入

核心观点

中国交建：交通基建龙头，海外业务领先，积极拓展投资类业务。中国交建是世界最大的港口、公路和桥梁设计建设公司、世界规模最大的疏浚公司。公司 2022 年新签合同额 15423 亿元，同比增长 21.6%，其中海外工程新签合同额占比 13.5%。2021 年公司营业收入 6856 亿元，同比增长 9.3%，海外营收 948 亿元，占比 13.8%，归母净利 180 亿元，同比增长 11.0%。公司积极拓展投资类业务，截至 2022 上半年，公司累计签订投资项目合同额 1.7 万亿元，实现特许经营收入 78 亿元。

行业：基建投资景气持续，大交通建设空间仍在。1) 开复工更前置，基建投资高景气：2023 年 1-2 月狭义/广义基建投资同比增长 9.0%/12.2%，开工项目总投资额 18.5 万亿元，同比增长 14.2%。随着年后开复工提速，实物工作量有望在年内加速落地；2) 交通领域投资持续高增，建设空间仍在：到 2035 年，国家综合立体交通网实体线网总规模合计约 70 万公里，其中公路/高等级航道分别约 46.0/2.5 万公里；3) 行业集中度提升，海外工程复苏可期：2022 年建筑企业新签合同额 36.6 万亿元 (+6.4%)，八大建筑央企新签合同额 15.0 万亿元 (+14.6%)，适逢“一带一路”十周年与第三届“一带一路”峰会，海外业务增长可期。

基建建设：核心主业优势突出，城市建设前景广阔。2022 年道路投资 5.0 万亿元，公共设施投资 7.5 万亿元，两项合计占狭义基建投资的近 75%。港航疏浚市场规模年均约 2000 亿元，港航工程属于装备密集型产业，竞争壁垒相对较高。公司在传统基建领域品牌力持续巩固，在道路桥梁/港航疏浚领域城市占率约为 7%/35%。同时，公司积极发力“大城市”业务，2022 年公司城市建设新签合同额同比增长 27.6%，城市建设在新签合同额中的占比由 2016 年的 8% 上升至 2022 年的 44%。

国际工程：“一带一路”更进一步，国际工程迎来复苏机遇。受到中美贸易摩擦、美国商务部制裁、新冠疫情等因素的影响，公司承接业务和工程履约都面临较大困难，2022 年海外新签占比下降至 13.7%。公司在超过 130 个国家和地区开展业务，连续 15 年位列 ENR 全球最大国际承包商中资企业首位，是中国建筑企业“走出去”的排头兵。随着全球疫情管控优化，新一届“一带一路”峰会召开，中国交建有望率先受益于海外重大订单的集中签约落地，海外业务有望实现回暖。公司深耕属地化经营，积极开展海外并购，截止 2020 年底，常驻境外员工约 9.59 万人，其中外籍员工占比约 70%，先后收购了澳大利亚工程公司 John Holland 和巴西工程公司 Concremat，并成功借助海外子公司渗透当地市场。

投资运营：穿越寒冬，柳暗花明。公司坚持由单一工程承包商向基础设施全过程服务商转型的战略，持续加大基础设施运营类投资力度。截止 2022 上半年，公司累计签订投资类合同中，政府付费项目 6772 亿元，城市综合开发项目 5056 亿元，BOT 项目 5130 亿元。此前由于疫情管控导致旗下特许经营的高速公路车流量大幅缩减，2019-2021 年公司特许经营业务分别亏损 26.1/43.6/17.4 亿元。随着疫情管控优化，公司高速公路车流有望重新回归稳步增长通道，运营收入不断提升，特许经营业务有望扭亏为盈。

公司研究 · 深度报告

建筑装饰 · 基础建设

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

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	14.04 - 16.08 元
收盘价	11.35 元
总市值/流通市值	183481/183481 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	872.12 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

资本结构优化成效显著，“五商”中交再启航。由于发力投资类业务，公司业务经营周期明显拉长，公司相应提高了长期债务融资占比，截止 2022 年三季度末，公司长期债务余额 3948 亿元，较 2017 年末增长超过 2000 亿元，总体资金流动性仍有保障。**同时公司积极采取多种方式补充权益资本，资产负债率持续压降，积极推进基础设施 REITs 发行，打通资金回笼渠道。**旗下设计板块拟重组分拆上市，可以期待公司旗下资产进一步完成专业化整合，实现集约式发展。

投资建议：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，投资运营类业务疫后复苏动力强劲。预计公司 22-24 年归属母公司净利润 190/218/249 亿元，每股收益 1.17/1.35/1.54 元，对应当前股价 PE 为 9.9/8.6/7.5X。**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。**

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。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	627,586	685,639	732,811	829,835	925,847
(+/-%)	13.1%	9.3%	6.9%	13.2%	11.6%
净利润(百万元)	16206	17993	18994	21828	24921
(+/-%)	-19.4%	11.0%	5.6%	14.9%	14.2%
每股收益(元)	1.00	1.11	1.17	1.35	1.54
EBIT Margin	6.0%	5.8%	5.6%	5.7%	5.8%
净资产收益率 (ROE)	6.6%	6.9%	7.1%	7.9%	8.7%
市盈率 (PE)	11.6	10.4	9.9	8.6	7.5
EV/EBITDA	23.1	23.1	24.8	24.1	23.4
市净率 (PB)	0.76	0.72	0.70	0.68	0.65

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

内容目录

中国交建：交通基建龙头，规模持续提升	7
基建建设：核心主业优势突出，城市建设前景广阔	10
道路桥梁：市场空间巨大，市占率稳步提升	10
港航疏浚：在高壁垒市场中处于主导地位，发力海上风电工程	11
城市建设：进军“大城市”，业务拓展成效显著	12
国际工程：“一带一路”更进一步，国际工程迎来复苏机遇	14
疫情消散，国际形势好转，停滞三年的国际工程迎来复苏	14
老牌国际工程龙头，海外业务有望率先回暖	15
投资运营：穿越寒冬，柳暗花明	18
积极转型打造投建营一体化综合服务商	18
高速公路项目陆续迈入成熟期，资产运营业务持续减亏	19
尝鼎一脔：嘉通高速的复苏之路	20
他山之石：法国万喜的特许经营业务	22
资本结构优化成效显著，“五商” 中交再启航	24
盈利预测：预测未来 3 年归母净利增速分别为 5.6%/14.9%/14.2%	28
营业收入预测	28
毛利率和费用率预测	29
未来 3 年业绩预测简表	29
估值与投资建议：目标价 14.04-16.08 元，首次覆盖，给予“买入” 评级	30
绝对估值：14.88-16.08 元	30
相对估值：14.04-16.38 元	31
H 股（中国交通建设 1800.HK）：受制于美国制裁，流动性偏低	33
估值与投资建议	34
风险提示	35
附表：财务预测与估值	37

图表目录

图 1: 中国交建股权和组织结构图	7
图 2: 中国交建组建历史沿革	7
图 3: 中国交建营业收入及增速 (单位: 亿元, %)	8
图 4: 中国交建归母净利润及增速 (单位: 亿元, %)	8
图 5: 中国交建营收结构变化 (单位: 亿元)	8
图 6: 中国交建核心业务增速 (单位: %)	8
图 7: 2021 年中国交建业务营收结构 (单位: %)	9
图 8: 2021 年中国交建业务毛利结构 (单位: %)	9
图 9: 中国交建新签合同额及同比增速 (单位: 亿元, %)	9
图 10: 中国交建新签合同额结构 (单位: %)	9
图 11: 统计局口径下道路投资额及增速 (单位: 亿元, %)	10
图 12: 交通部口径下道路投资额及增速 (单位: 亿元, %)	10
图 13: 中国交建道路桥梁新签合同额及增速 (单位: 亿元, %)	10
图 14: 中国交建道路桥梁业务市占率变化 (单位: %)	10
图 15: 水上运输业固定资产投资额及增速 (单位: 亿元, %)	11
图 16: 沿海水路建设投资额及增速 (单位: 亿元, %)	11
图 17: 公司旗下亚洲最大的重型自航绞吸船“天鲲号”	11
图 18: 公司承建尼日利亚拉各斯莱基深水港疏浚吹填工程	11
图 19: 公司承建协鑫如东 H13#海上风电项目	12
图 20: 中交海峰风电 2500 吨自升自航式风电安装平台	12
图 21: 城市市政公用投资额及增长率 (单位: 亿元, %)	12
图 22: 城市建设投资占固定资产投资的比重 (单位: %)	12
图 23: 公司城市建设新签及占比快速提升 (单位: 亿元, %)	13
图 24: 2022 年上半年城市建设业务新签合同额结构 (单位: %)	13
图 25: 对外承包工程新签合同额及增速 (单位: 亿元, %)	14
图 26: 对外承包工程完成营业额及增速 (单位: %)	14
图 27: “一带一路”国家基础设施发展指数	15
图 28: 2021 全球绿色债券行业分布 (单位: 亿美元)	15
图 29: 中国交建海外工程新签合同额及增速 (单位: 亿元, %)	15
图 30: 中国交建海外新签占比 (单位: %)	15
图 31: 中国主要海外承包商海外营收变化 (单位: 亿元)	16
图 32: 中国主要海外承包商海外毛利率变化 (单位: %)	16
图 33: 公司承建马尔代夫中马友谊大桥	16
图 34: 公司承建巴基斯坦瓜达尔港工程	16
图 35: John Holland 公司参与堪培拉城市轻轨建设运营	17
图 36: Concremat 承接巴西陆上天然气管道 3 号线 EPC 工程	17
图 37: 中国交建投资项目规模和对应建安金额 (单位: 亿元)	18

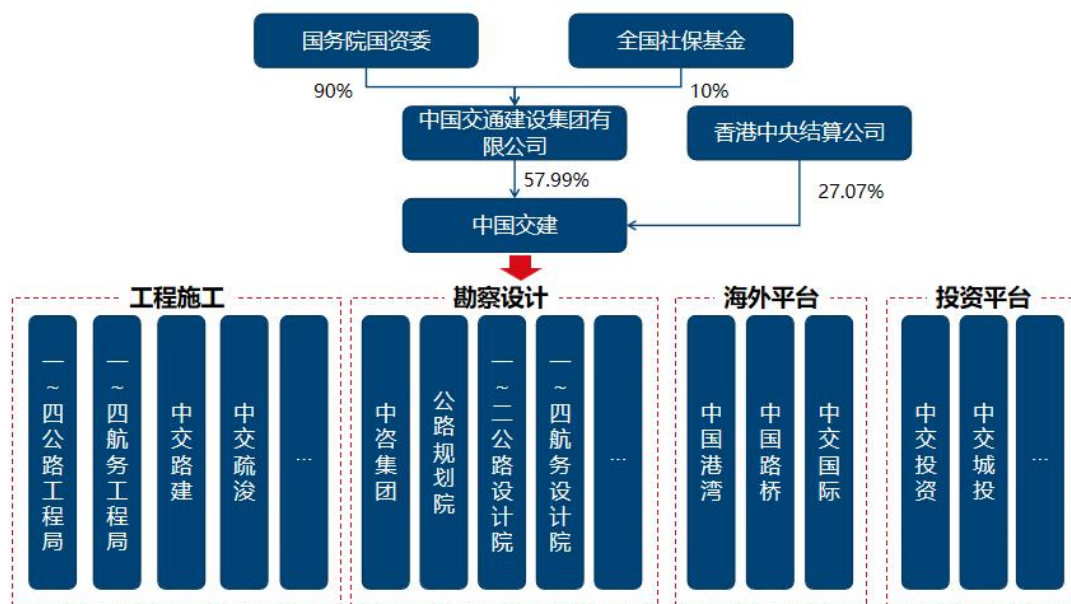
图 38: 中国交建投资类项目类型结构 (单位: 亿元)	18
图 39: 中国交建特许经营资产规模变化 (单位: 亿元, %)	19
图 40: 中国交建长期应收款规模变化 (单位: 亿元, %)	19
图 41: 中国交建特许经营项目进入运营期项目数 (单位: 个)	19
图 42: 公司特许经营类资产收入和利润 (单位: 亿元)	19
图 43: 嘉通高速交通量变化 (单位: pcu/d)	21
图 44: 嘉通高速 2020 年成本结构 (单位: %)	21
图 45: 嘉通高速毛利率变化 (单位: %)	21
图 46: 嘉通高速营业收入和净利润变化 (单位: 亿元)	22
图 47: 嘉通高速经营活动现金流净额变化与预测 (单位: 万元)	22
图 48: ENR 国际承包商 TOP11 海外营收 (单位: 百万美元)	22
图 49: ENR 国际承包商 TOP11 总营收 (单位: 百万美元)	22
图 50: 万喜集团营业收入结构 (单位: %)	23
图 51: 万喜集团净利润结构 (单位: %)	23
图 52: 万喜集团特许经营业务营收结构 (单位: %)	23
图 53: 万喜特许经营营收和净利润变化 (单位: 百万欧元, %)	23
图 54: 中国交建特许经营业务营收和净利润预测	23
图 55: 中国交建总负债及带息负债规模变化 (单位: 亿元, %)	24
图 56: 中国交建带息负债与总负债增速 (单位: %)	24
图 57: 建筑央企总资产周转率对比 (单位: %)	24
图 58: 中国交建应收账款和非流动资产周转天数 (单位: 天)	24
图 59: 中国交建短期债务和长期债务变化 (单位: 亿元)	25
图 60: 中国交建营运资本长期化率情况 (单位: 亿元, %)	25
图 61: 中国交建资产负债率变化 (单位: %)	25
图 62: 华夏中交高速公路 REITs 基金整体架构图	26
图 63: 中国交建权益工具融资金额 (单位: 亿元)	26
图 64: 中国交建 “123456” 发展战略	27
图 65: 中交设计重组上市资产交割且配募后股权架构	27
图 66: 公司特许经营权资产和长期应收款与可比公司对比 (单位: 亿元)	32
图 67: 公司工程营收占比与可比公司对比 (单位: %)	32
图 68: 公司海外收入与可比公司对比 (单位: 亿元)	32
图 69: 公司海外收入占比和海外毛利率与可比公司对比 (单位: %)	32
图 70: 近一年中国交建 AH 股收益率对比 (单位: %)	34
图 71: 年初至今中国交建 AH 股价格及 A 股溢价率 (单位: 人民币元, %)	34

表1：公司特许经营业务运营期项目汇总	19
表2：公司主营业务收入预测（单位：亿元）	28
表3：公司投资收益预测（单位：亿元）	28
表4：公司毛利率预测	29
表5：公司费用率预测	29
表6：未来3年业绩预测简表	29
表7：公司盈利预测假设条件（%）	30
表8：资本成本假设	30
表9：FCFE 现金流折算法估值表（单位：百万元）	31
表10：绝对估值折现率和永续增长率的敏感性分析	31
表11：建筑央企可比公司估值情况	32
表12：国际工程可比公司估值情况	33
表13：海外国际承包商可比公司估值情况	33

中国交建：交通基建龙头，规模持续提升

港航路桥建设龙头，国际工程领军者。中国交建是世界最大的港口、公路和桥梁设计建设公司、世界规模最大的疏浚公司。公司在 2022 年 ENR “250 家全球承包商”（以国际和国内营业额之和排名）榜单中排名第四位，在“250 家国际承包商”（以国际营业额排名）榜单中排名第三位，在中国上榜企业中位列首位。

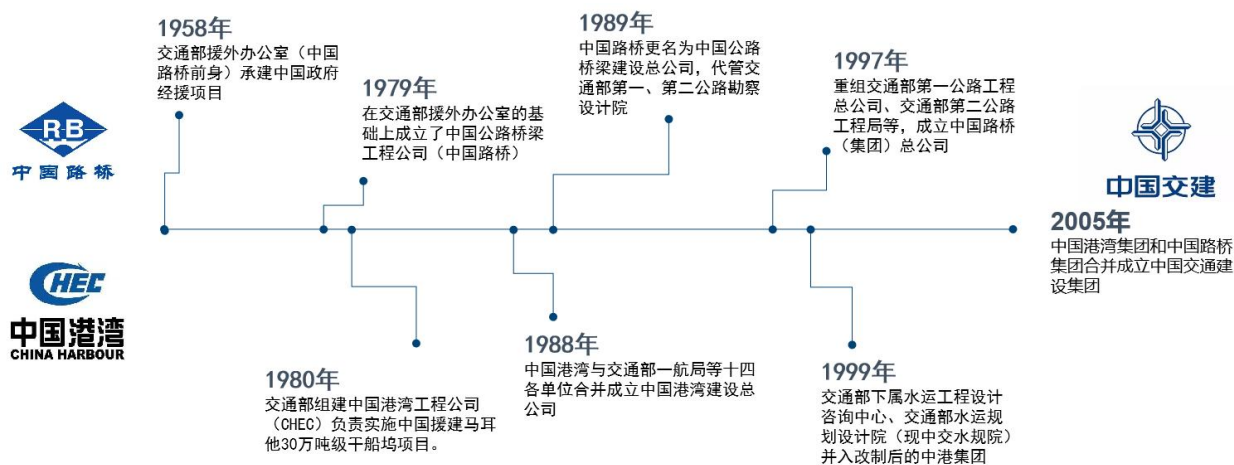
图1：中国交建股权和组织结构图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2005 年，中国交建由原中国港湾建设总公司与原中国路桥总公司以新设合并方式组建成立。目前中国交建旗下公路局院、航务局院基本均来源于中国路桥和中国港湾，而中国路桥和中国港湾两大品牌仍然作为中国交建海外经营的“两翼”。

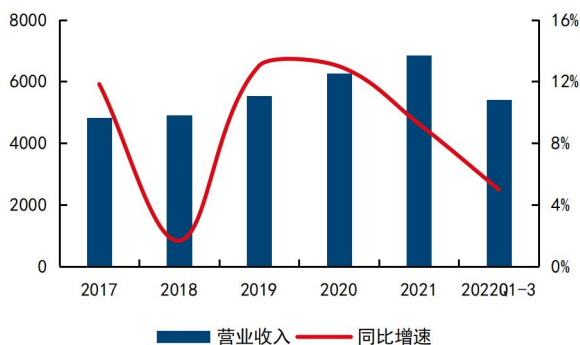
图2：中国交建组建历史沿革



资料来源：中国路桥官网，中国港湾官网，国信证券经济研究所整理

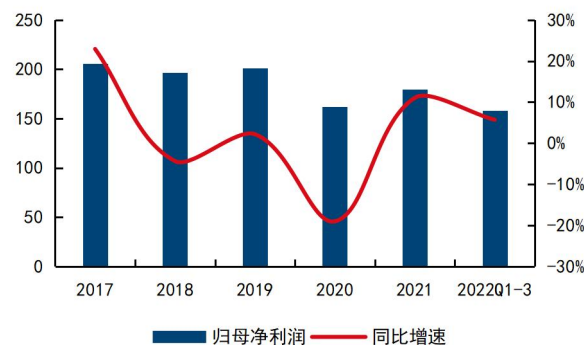
营收稳步增长，业绩持续承压。2018-2021 年公司营收复合增长率为 11.8%，其中核心业务基建建设营收复合增长率为 12.2%。2022 年前三季度公司实现营业收入 5420 亿元，同比增长 5.0%。2018-2021 年归母净利复合增长率仅为-2.9%，主要由于公司发力投资类业务，利息支出压力持续增大所致，2022 年前三季度公司归母净利润 158.2 亿元，同比增长 5.7%。

图3：中国交建营业收入及增速（单位：亿元，%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图4：中国交建归母净利及增速（单位：亿元，%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

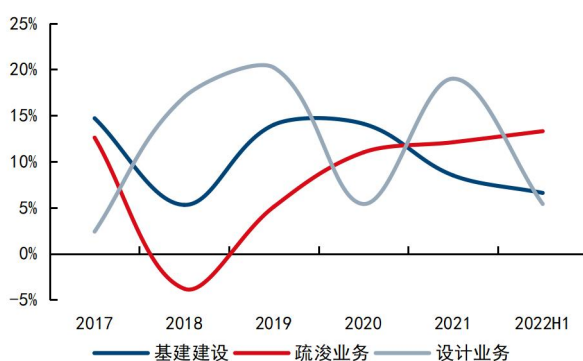
聚焦基建建设与设计业务，核心主业营收持续增长。基建建设/疏浚业务/设计业务是公司的三大核心主营业务，2018-2021 年复合增长率分别为 12.1%/9.4%/14.7%，保持稳定增长。基建建设是公司核心主业，营收占 85%，毛利占 80%，设计业务毛利率较高，增速较快，营收占比 5.8%，毛利占比 10.0%。

图5：中国交建营收结构变化（单位：亿元）



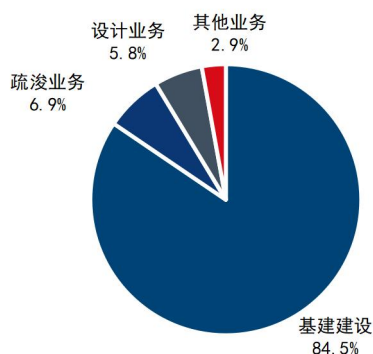
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图6：中国交建核心业务增速（单位：%）



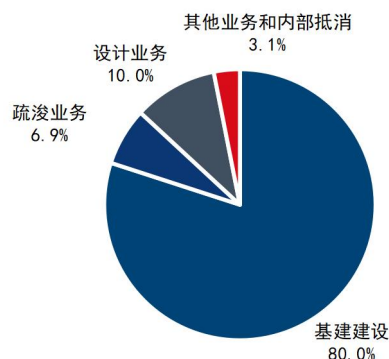
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图7: 2021 年中国交建业务营收结构 (单位: %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

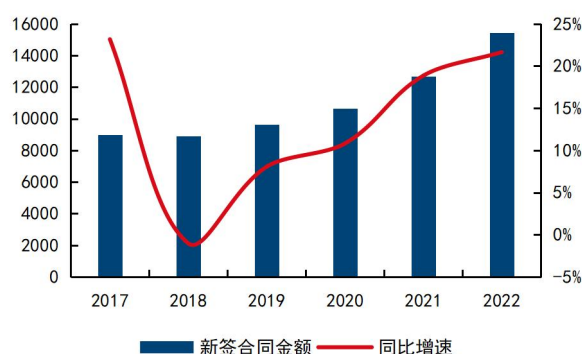
图8: 2021 年中国交建业务毛利结构 (单位: %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

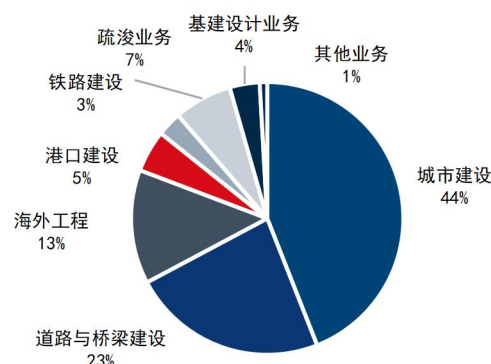
新签合同规模快速增长, 城市建设订单占比超 4 成。公司新签合同额近年来保持加速增长, 2022 年新签合同额 15423 亿元, 同比增长 21.6%。从新签合同额结构看, 公司传统优势领域 (道桥、港口、疏浚) 新签合同额占比 35%, 城市建设作为新兴领域新签合同额占比 44%, 海外工程新签合同额占比 13.5%。

图9: 中国交建新签合同额及同比增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图10: 中国交建新签合同额结构 (单位: %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

基建建设：核心主业优势突出，城市建设前景广阔

道路桥梁：市场空间巨大，市占率稳步提升

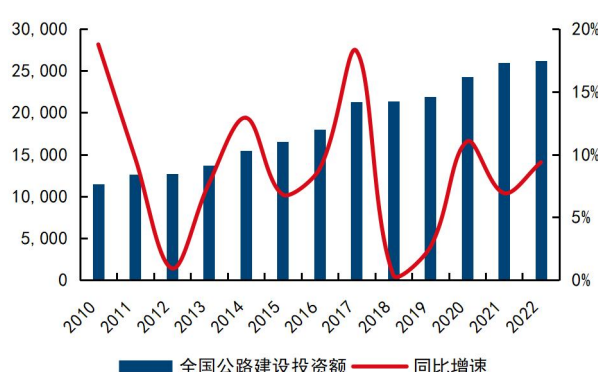
路桥建设投资增速放缓，年投资规模维持高位。随着全国公路网建设日益完善，道路桥梁建设投资额增长趋缓，根据国家统计局数据，道路运输业固定资产投资近三年来复合增长率仅 1.4%。但就总量而言，道路建设投资额巨大，投资额近年来维持在高位，2022 年道路投资完成额近 5 万亿元，占狭义基建投资的近 30%。

图11：统计局口径下道路投资额及增速（单位：亿元，%）



资料来源：iFinD，国家统计局，国信证券经济研究所整理

图12：交通部口径下道路投资额及增速（单位：亿元，%）



资料来源：iFinD，交通运输部，国信证券经济研究所整理

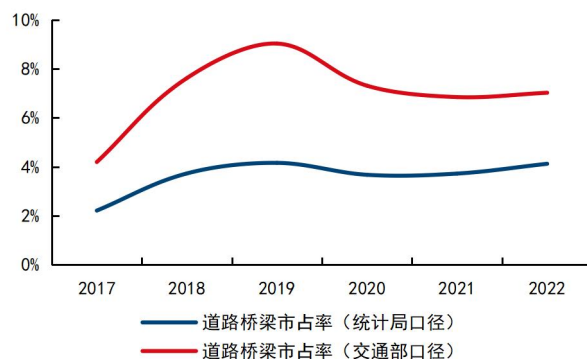
中国交建是道路桥梁建设主力军，市占率稳步提升。中国交建是全国最大的道路桥梁工程建设承包商之一，在高速公路、高等级公路以及跨江、跨海桥梁建设方面具有明显优势，公司设计建设高速公路 12 万千米，占全国高速公路总里程的四分之三，全球高速公路总里程的三分之一。受益于“基建稳增长”的政策导向，2022 年公司道路桥梁新签合同额 3579 亿元，同比增长 15.1%。假设道桥业务营收占比等于前一年的新签合同额占比，测算出公司道路桥梁业务市占率在统计局和交通部口径下均有明显提升，反映公司在行业增速总体放缓的背景下，道路桥梁业务品牌力持续巩固。

图13：中国交建道路桥梁新签合同额及增速（单位：亿元，%）



资料来源：iFinD，公司公告，国信证券经济研究所整理

图14：中国交建道路桥梁业务市占率变化（单位：%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

港航疏浚：在高壁垒市场中处于主导地位，发力海上风电工程

港航疏浚市场进入存量时代，但近四年投资额持续回升。港航疏浚主要为航道、港口相关业务，包括港口工程、航道疏浚工程、吹填造陆工程等，根据统计局口径，2022 年水上运输业固定资产投资完成额 1988 亿元，同比增长 16.5%，虽然不及 2014 年 2390 亿元的投资高峰，但最近四年投资额持续上升，2019-2022 年复合增长率为 14.6%。

图15: 水上运输业固定资产投资额及增速（单位：亿元：%）



资料来源：iFinD，国家统计局，国信证券经济研究所整理

图16: 沿海水路建设投资额及增速（单位：亿元，%）



资料来源：iFinD，交通部，国信证券经济研究所整理

中国交建装备领先，在沿海港航市场居于主导地位。港航疏浚工程单项目投资金额大，对专业工程装备要求高，相应的竞争壁垒较高。中国交建拥有亚洲最大的疏浚工程船舶团队，耙吸和绞吸挖泥船的规模居全球前列，在沿海港口疏浚领域居于绝对主导地位。2022 年中国交建港口建设新签订单 767 亿元，同比增长 59.3%，疏浚工程新签订单 1067 亿元，同比增长 22.2%，港航疏浚业务 2019-2022 年复合增长率为 31.2%，明显高于行业增速，以交通部口径测算市占率约为 35%。

图17: 公司旗下亚洲最大的重型自航绞吸船“天鲲号”



资料来源：中交疏浚官网，国信证券经济研究所整理

图18: 公司承建尼日利亚拉各斯基深水港疏浚吹填工程



资料来源：中交疏浚官网，国信证券经济研究所整理

站稳海上风电安装龙头地位，积极拓展海上风电运维。公司旗下中交三航局在海上风电安装领域优势明显，市占率稳定在 70% 以上。2022 年 9 月，公司联合三峡能源、大唐发电、国华投资、远景能源共同成立中交海峰风电发展股份有限公司，主营海风后期的运维和装备投资。公司海上风电业务基于自身海上工程施工能力，依托兄弟公司振华重工的设备制造能力，结合多家能源投资集团的资源优势，有望率先抢占在深远海风电安装和海上风电运营领域的蓝海市场，贡献新增长点。

图19: 公司承建协鑫如东 H13#海上风电项目



资料来源: 龙船风电网, 国信证券经济研究所整理

图20: 中交海峰风电 2500 吨自升自航式风电安装平台

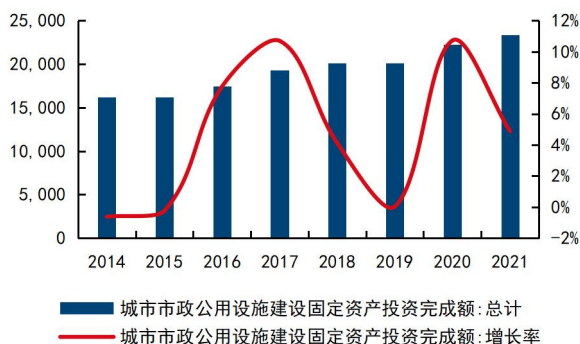


资料来源: 国际船舶网, 国信证券经济研究所整理

城市建设: 进军“大城市”, 业务拓展成效显著

城市建设市场空间巨大, 城市基建投资规模稳定增长。随着 2022 年中国城镇化率跨越 65% 的关口, 城市化建设总体节奏放缓, 但城市基础设施结构性矛盾仍然突出, 医院、学校等公用建筑仍有较大建设空间, 生态环境治理、地下综合管廊等领域仍然有补短板需要。根据住建部统计, 2021 年城市市政公用设施建设固定资产投资 2.34 万亿元, 同比增长 4.9%, 根据国家统计局, 2022 年公共设施投资 7.52 万亿元, 同比增长 10.1%, 反映城市建设市场空间巨大, 投资规模稳定增长。

图21: 城市市政公用投资额及增长率 (单位: 亿元, %)



资料来源: iFinD, 住建部, 国信证券经济研究所整理

图22: 城市建设投资占固定资产投资的比重 (单位: %)



资料来源: iFinD, 住建部, 国信证券经济研究所整理

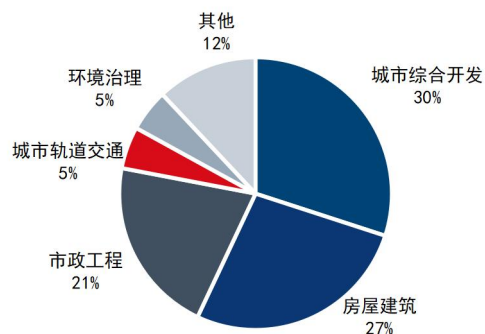
城市建设订单占比持续提升, “大城市” 业务成为重要增长点。2022 年公司城市建设新签合同额 6790 亿元, 同比增长 27.6%, 城市建设在新签合同额中的占比由 2016 年的 8% 上升至 2022 年的 44%。其中城市综合开发业务增速较快, 2022 上半年, 公司新签城市综合开发合同 3599 亿元, 同比增长 26.7%, 占城市建设合同额的 30%。

图23: 公司城市建设新签及占比快速提升 (单位: 亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图24: 2022 年上半年城市建设业务新签合同额结构 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

国际工程：“一带一路”更进一步，国际工程迎来复苏机遇

疫情消散，国际形势好转，停滞三年的国际工程迎来复苏

疫情影响下对外承包工程承压，国际工程经营环境严峻。2022 年，我国对外承包工程新签合同额 2531 亿美元，同比-2.1%，完成营业额 1550 亿美元，与上年持平。近三年来，受地缘政治波动、全球新冠疫情等多重因素影响，国际工程经营环境总体严峻，对外承包工程开展困难重重，2020-2022 三年对外承包新签合同额和营业收入几乎零增长，2022 新签/营收分别为 2019 年的 97%和 90%。

图25: 对外承包工程新签合同额及增速（单位：亿元，%）



资料来源：iFinD，商务部，国信证券经济研究所整理

图26: 对外承包工程完成营业额及增速（单位：%）



资料来源：iFinD，商务部，国信证券经济研究所整理

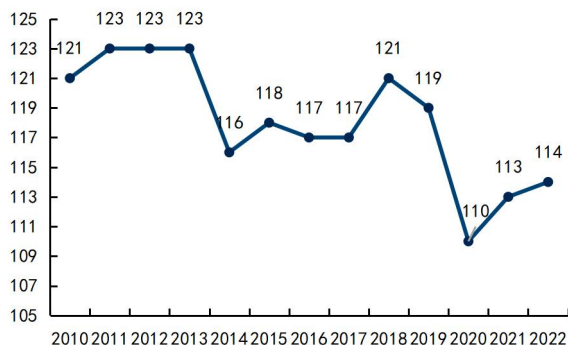
“一带一路”国家疫情缓和，经济逐渐复苏。“一带一路”大部分国家防疫政策已经大幅放松，许多国家国内生产生活基本恢复疫情前水平，并开放了边境限制。经济整体也在持续恢复，2022 年上半年，菲律宾/马来西亚/越南/印度尼西亚分别实现 7.8%/8.9%/6.4%/5.2%的经济增长。

发展基建仍是许多国家实现经济稳增长的重要部分。根据中国对外承包工程商会，2022 年“一带一路”国家基础设施发展指数¹小幅回升，虽然地缘政治冲突等的不确定性仍在，但基建稳增长已成为大多数国家的共识。绿色基建发展是当下基建投资的重要增长点，2021 年全球绿色债券已累计发行 15987 亿美元。

我国共建“一带一路”绿色发展进程加快，建筑企业国际影响力较强。2022 年 4 月，发改委《关于推进共建“一带一路”绿色发展的意见》提出，到 2025 年绿色基建、绿色能源、绿色交通、绿色金融等领域务实合作扎实推进，包括直接的新能源产业对外投资合作，水电、核电、风电等清洁能源项目设计建设等。适逢 2023 年“一带一路”十周年与第三届“一带一路”峰会，海外工程有望持续加速。

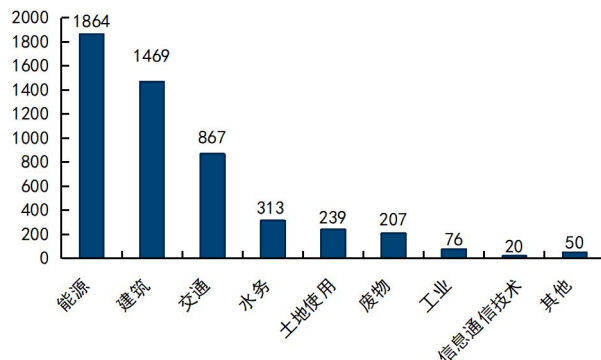
¹ “一带一路”国家基础设施发展指数是一个反映“一带一路”国家基础设施行业的发展环境、发展需求、发展热度和发展成本的综合性指数。发展指数得分越高，一国的基础设施行业前景越好，对企业赴该国进行基础设施行业投资、生产经营的吸引力越大。

图27：“一带一路”国家基础设施发展指数



资料来源：中国对外承包工程商会，《“一带一路”国家基础设施发展指数报告（2022）》，国信证券经济研究所整理

图28：2021 全球绿色债券行业分布（单位：亿美元）

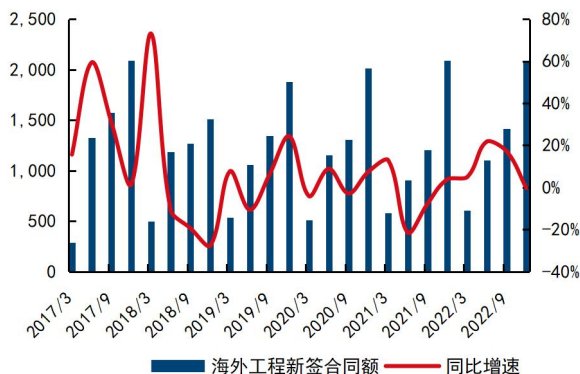


资料来源：气候债券倡议组织，《“一带一路”国家基础设施发展指数报告（2022）》，国信证券经济研究所整理

老牌国际工程龙头，海外业务有望率先回暖

中国交建海外业务增长遇瓶颈，海外业务占比持续下降。受益于“一带一路”倡议，公司海外业务拓展在 2016–2017 年达到高峰，2016 年海外新签订单占比达到最高水平 28.2%，2017 年海外营收占比达到最高水平 24.5%，随后公司受到中美贸易摩擦、美国商务部制裁、新冠疫情等因素的影响，承接业务和工程履约都面临较大的困难，2022 年海外新签合同额 2086 亿元，海外新签占比下降至 13.7%，海外营收和毛利率亦均有所下降。

图29：中国交建海外工程新签合同额及增速（单位：亿元，%）



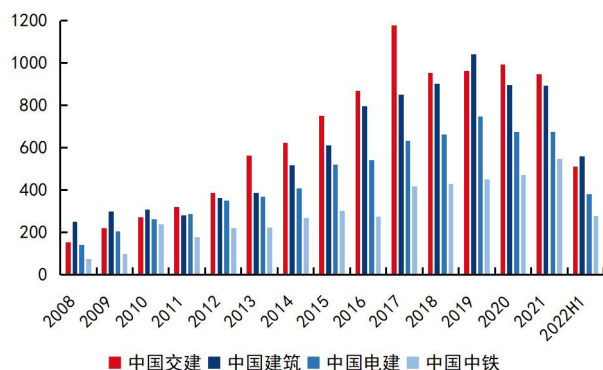
资料来源：iFind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图30：中国交建海外新签占比（单位：%）



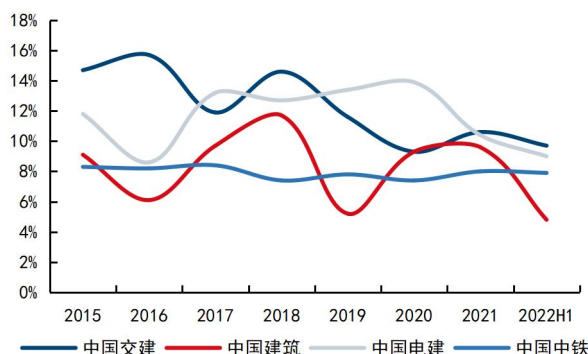
资料来源：iFind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图31：中国主要海外承包商海外营收变化（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图32：中国主要海外承包商海外毛利率变化（单位：%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

中国交建海外品牌力强大，海外业务有望率先回暖。公司前身是中国最早一批对外援建单位，拥有两大海外品牌中国路桥（CRBC）和中国港湾（CHEC），公司在超过 130 个国家和地区开展业务，连续 15 年位列 ENR 全球最大国际承包商中资企业首位，是中国建筑企业“走出去”的排头兵。随着全球疫情管控优化，新一届“一带一路”峰会召开，中国交建有望率先受益于海外重大订单的集中签约落地，海外业务有望实现回暖。

图33：公司承建马尔代夫中马友谊大桥



资料来源：新华社，国信证券经济研究所整理

图34：公司承建巴基斯坦瓜达尔港工程



资料来源：中交上航局官网，国信证券经济研究所整理

积极推进国际化战略，深耕属地化经营。建筑业在全球范围内都是高度本土化的行业，所以全球化的基础设施投资和深度本土化是国际承包商开展国际工程业务的内在要求。中国交建深耕属地化经营，截止 2020 年底，常驻境外员工约 9.59 万人，其中外籍员工占比约 70%。公司积极开展海外并购，先后收购了澳大利亚工程公司 John Holland 和巴西工程公司 Concremat，并通过海外子公司渗透当地市场，成为第一家在澳大利亚承接大型交通基础设施 PPP 项目的中资企业，在拉美成功承接了港口、能源领域的大型基建项目。

图35: John Holland 公司参与堪培拉城市轻轨建设运营



资料来源: John Holland 官网, 国信证券经济研究所整理

图36: Concremat 承接巴西陆上天然气管道 3 号线 EPC 工程



资料来源: Concremat 官网, 国信证券经济研究所整理

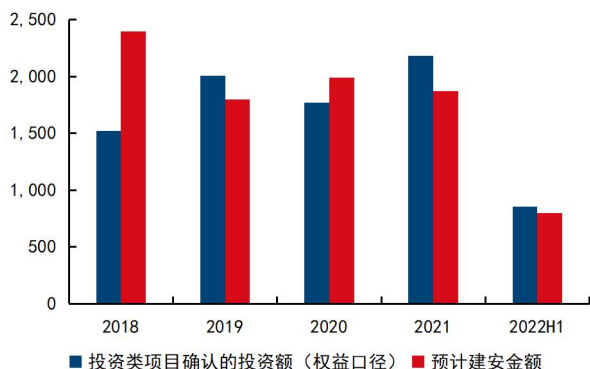
投资运营：穿越寒冬，柳暗花明

积极转型打造投建营一体化综合服务商

中国交建积极布局投资类业务，投资对撬动工程合同发挥积极作用。公司投资类业务在建筑央企中占比最高，截止 2022 上半年，公司累计签订投资项目合同额 1.7 万亿元，其中政府付费项目 6772 亿元，城市综合开发项目 5056 亿元，BOT 项目 5130 亿元。公司投资类业务可以有效撬动对应的工程项目，2018-2022H1 公司投资类项目确认的投资额总计 8330 亿元，累计撬动建安金额 8849 亿元，撬动比例为 106%。

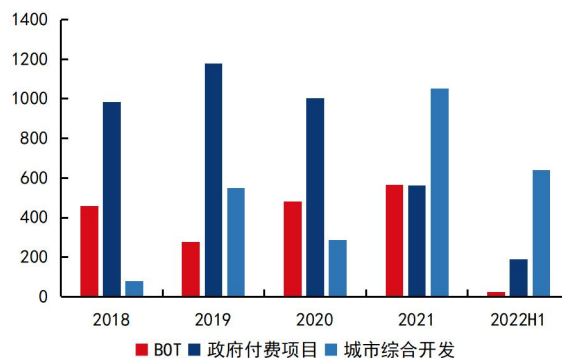
累计签订特许经营类合同逾 5000 亿，基础设施投资项目持续落地。公司坚持由单一工程承包商向基础设施全过程服务商转型的战略，持续加大基础设施运营类投资力度，截至 2022 上半年，公司 BOT 类项目累计签订合同投资概算为 5130 亿元，累计完成投资金额为 2287 亿元。

图37：中国交建投资项目规模和对应建安金额（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

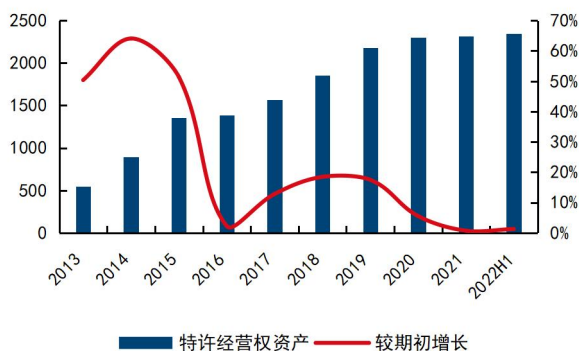
图38：中国交建投资类项目类型结构（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2020 年起特许经营类投资力度放缓，城市综合开发投资规模持续增长。截至 2022H1，公司投资类业务形成约 2344 亿元的特许经营权资产和 1892 元的长期应收款（主要为政府付费类项目应收款）。自 2020 年起，公司投资重心转向政府付费类和城市综合开发类项目，放缓了 BOT 项目（主要为高速公路特许经营项目）投资力度，相应的特许经营权资产增长趋近于零，长期应收款资产持续增加（2021 年会计准则调整，部分长期应收款重分类至其他非流动资产）。

图39：中国交建特许经营资产规模变化（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图40：中国交建长期应收款规模变化（单位：亿元，%）

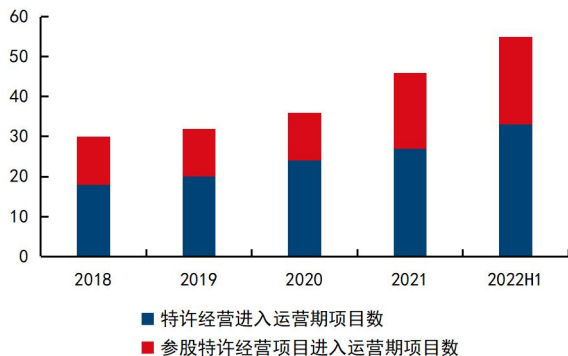


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

高速公路项目陆续迈入成熟期，资产运营业务持续减亏

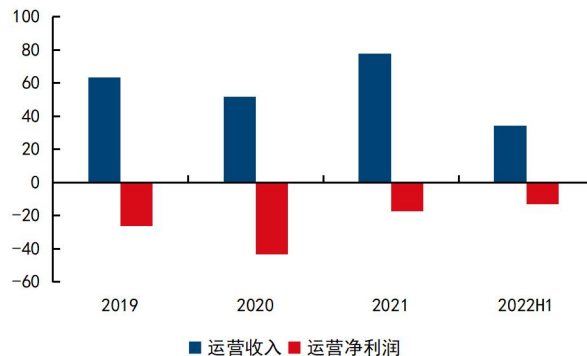
疫情管控优化，运营业务步入正轨。此前由于疫情管控导致车流量大幅缩减，2019-2021年公司特许经营业务分别亏损26.1/43.6/17.4亿元，疫情期间高速公路免收通行费的政策直接导致2020年14亿的亏损。随着疫情管控优化，公司高速公路车流有望重新回归稳步增长通道，运营收入不断提升，特许经营业务有望扭亏为盈。

图41：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42：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

公司高速公路项目陆续迈入成熟期，盈利有望趋于稳定。截至2022上半年，公司已累计有55个特许经营权项目进入运营期（含22个参股项目），平均收费年限为28.69年，平均已收费年限为4.55年。我们认为30年运营期的高速公路大约在5年后进入成熟期，项目能够持续贡献稳定的利润和现金流。

表1：公司特许经营业务运营期项目汇总

序号	项目名称	累计投资金额	本期运营收入	收费期限（年）	已收费期限（年）
1	肯尼亚内罗毕快速路BOT项目	36.18	0.21	27	0.1
2	贵州省贵阳至黄平高速公路项目	参股	-	30	0.1
3	江苏省连云港尾水排海项目	6.08	-	18	0.3
4	新疆G575高速公路项目	32.3	0.59	30	0.5

5	新疆哈密市交通基础设施山北项目	18.19	0.44	28	0.5
6	湖南省临武至连州（湘粤界）高速公路项目	10.54	0.14	30	0.5
7	贵州省江玉高速公路	参股	-	30	0.5
8	贵州省石阡至玉屏（大龙）高速公路	93.77	1.11	30	0.8
9	江苏省泰州内河港兴化港区城南作业区码头一期工程项目	4.38	0.12	18	1
10	国道 107 改线官渡黄河大桥	参股	-	30	1
11	贵州省瓮安至马场坪铁路工程项目	参股	-	30	1.1
12	重庆三环高速合长段	参股	-	30	1.2
13	福建省泉州漳浦市联盟路泉州段项目	50.24	0.34	24	1.5
14	广东省玉湛高速公路	参股	-	25	1.5
15	广东省开平至阳春高速公路项目	参股	-	25	1.5
16	津石高速公路天津西段项目	12.96	0.25	25	1.6
17	云南省文马高速项目	27.47	0.17	30	1.7
18	广东省肇庆市怀集县生活污水处理项目	1.45	0.1	29	1.7
19	贵州省沿河至榕江高速公路剑河至榕江段项目	参股	-	30	1.8
20	108 国道禹门口黄河大桥	10.24	0.22	28	2
21	广西省玉湛高速公路	参股	-	30	2
22	湖北省孝感市文化中心项目	15.67	0	15	2.5
23	贵州省铜仁至怀化高速项目（铜仁段）	参股	-	30	3
24	湖北省武深高速嘉鱼北段项目	26.91	0.95	30	3.5
25	贵州省荔波至榕江高速公路项目	参股	-	30	3.5
26	广东省清西大桥及连接线	29.47	1	25	3.8
27	首都地区环线高速公路通州至大兴段项目	55.55	1.46	25	4
28	广西省贵港至隆安高速公路	参股	-	30	4
29	重庆九龙坡至永川高速公路	参股	-	30	4
30	云南省新高昆、宣曲、蒙文砚高速公路	275.82	4.81	30	4.5
31	湖北省武汉沌口长江大桥项目	47.86	0.81	30	4.5
32	云南省宣曲高速公路马龙联络线	18.72	0.14	30	4.5
33	贵州省贵黔高速公路	91.99	2.07	30	5.5
34	重庆忠万高速公路	78.54	0.49	30	5.5
35	重庆丰都至忠县段高速公路	参股	-	30	5.5
36	重庆西延高速公路	参股	-	30	6
37	贵州省道瓮高速公路	265.12	3.52	30	6.5
38	贵州省江瓮高速公路	142.56	3.95	30	6.5
39	贵州省沿德高速公路	75.36	0.64	30	6.5
40	牙买加南北高速公路	48.65	1.37	50	6.5
41	安徽省望潜高速公路	参股	-	25	6.5
42	贵州省贵瓮高速公路	参股	-	30	6.5
43	重庆铜永高速公路	参股	-	30	7.2
44	重庆永江高速公路	60	0.39	30	7.5
45	重庆铜合高速公路	24.13	0.22	30	7.5
46	重庆万州至四川达州、万州至湖北利川高速公路	参股	-	30	7.5
47	湖北省通界高速公路	参股	-	30	7.8
48	重庆丰涪高速公路	59.73	1.28	30	8.5
49	重庆丰石高速公路	55.84	0.68	30	8.5
50	湖北省咸通高速公路	31.17	0.51	30	8.5
51	陕西省榆佳高速公路	参股	-	30	8.5
52	贵州省贵都高速公路	74.38	2.49	30	11.3
53	广东省佛山广明高速公路	51.34	2.67	25	13
54	G109 内蒙古自治区清水河至大饭铺段	参股	-	26	13.5
55	山西省翼侯高速公路	24.07	0.98	30	14.5
合计（平均收费年限和已收费期限）		1,856.68	34.12	28.69	4.55

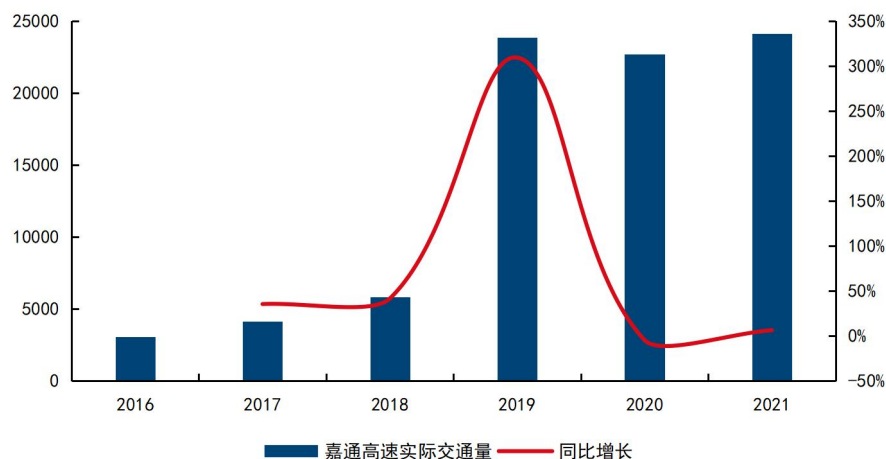
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

尝鼎一脔：嘉通高速的复苏之路

受疫情影响，嘉通高速车流量增长不及预期。武汉至深圳高速公路嘉鱼至通城段高速公路（简称“嘉通高速”）是公司 2013 年开工的 BOT 项目，于 2022 年 4 月

作为 REITs 上市交易。项目 2016 年正式开通，2018 年底全线贯通，2019 年日均收费收入达到 130 万元，2019 年全年通行费收入约 4.53 亿元。随后 2020 年受到疫情影响，嘉通高速车流量增长缓慢，2020/2021 年车流量增速为-4.8%/6.3%。

图43: 嘉通高速交通量变化（单位：pcu/d）

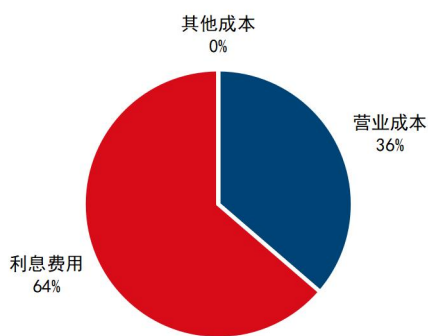


资料来源：华夏中国交建高速 REITs 招募说明书，国信证券经济研究所整理

注：2020 年交通量是疫情后恢复收费以来 5-12 月的日均交通量

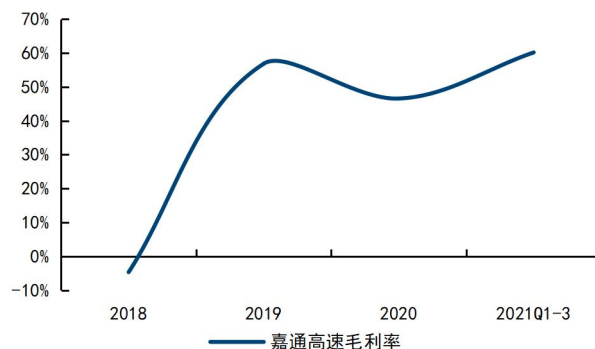
嘉通高速成本相对固定，毛利率在 60%左右。高速公路运营业务的收入成本结构相对简单，营业成本主要为无形资产（特许经营资产）摊销，费用主要为借款的利息费用，这两项均为相对刚性且固定的成本，故高速公路盈利主要依赖于收入的持续增长。

图44: 嘉通高速 2020 年成本结构（单位：%）



资料来源：华夏中国交建高速 REITs 招募说明书，国信证券经济研究所整理

图45: 嘉通高速毛利率变化（单位：%）

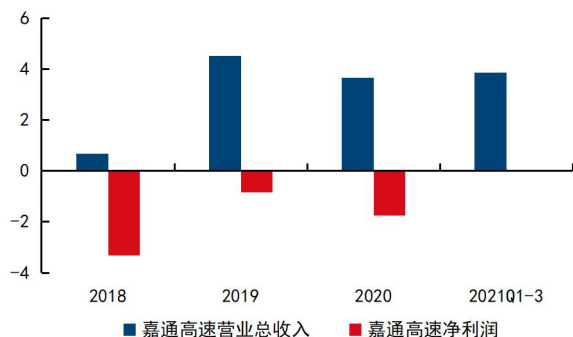


资料来源：华夏中国交建高速 REITs 招募说明书，国信证券经济研究所整理

全线通车后项目减亏明显，产生稳定经营性现金流。项目前期有较多的摊销和利息成本，且车流量尚处于培育阶段，项目整体处于阶段性亏损期，2018-2020 年分别亏损 3.3 亿元、0.8 亿元、1.7 亿元，但 2019 年项目全线通车后车流量大幅增长，已大幅减亏 2.5 亿元，已经随着疫情好转，项目扭亏为盈将成为大概率事件。此外，资产减值并不是实际现金支出，高速公路通车运营后可以持续产生稳

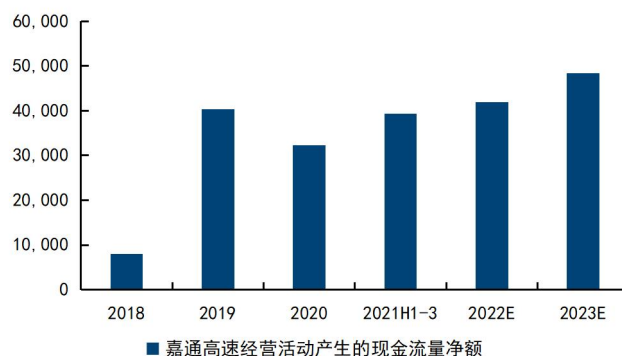
定增长的经营性现金流，与现金流较差的基建建设业务形成互补。

图46: 嘉通高速营业收入和净利润变化（单位：亿元）



资料来源：华夏中国交建高速 REITs 招募说明书，国信证券经济研究所整理

图47: 嘉通高速经营活动现金流净额变化与预测（单位：万元）

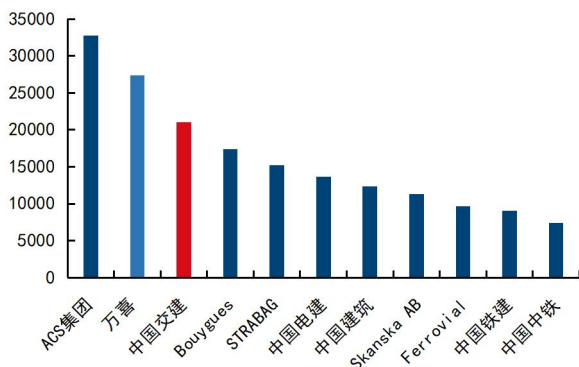


资料来源：华夏中国交建高速 REITs 招募说明书，国信证券经济研究所整理

他山之石：法国万喜的特许经营业务

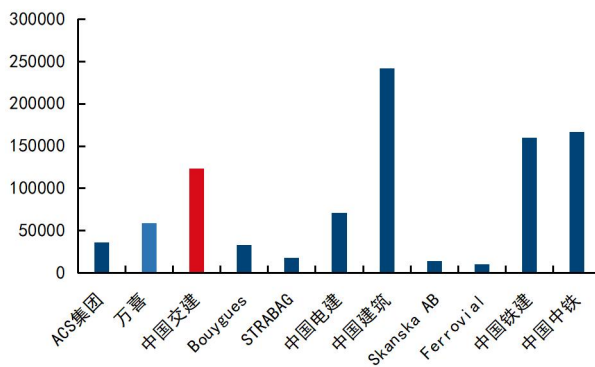
万喜：国际基础设施建设运营龙头。万喜集团（VINCI）是主营基础设施建设、能源工程、特许经营业务的综合性大型国际承包商。公司深耕法国本地市场，同时业务布局在超过 120 个国家和地区。根据 ENR 发布的 2022 工程承包商榜单，万喜以 274 亿美元国际营收位列国际承包商榜单第二名，以 591 亿美元总营收位列第八名。

图48: ENR 国际承包商 TOP11 海外营收（单位：百万美元）



资料来源：ENR，国信证券经济研究所整理

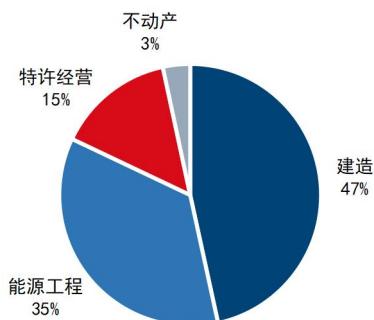
图49: ENR 国际承包商 TOP11 总营收（单位：百万美元）



资料来源：ENR，国信证券经济研究所整理

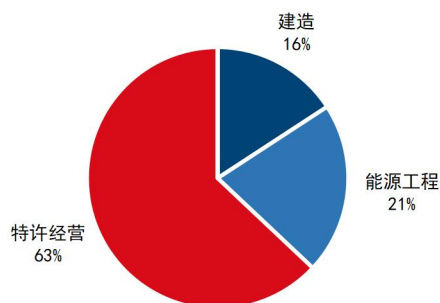
万喜：特许经营业务以 15%的营收贡献 63%的净利润。2022 年，万喜的特许经营业务实现营业收入 91.6 亿欧元，实现净利润 27.1 亿欧元，净利率达到 29.6%，以 15%的营收占比贡献了 63%的净利润。万喜特许经营资产主要由高速公路和机场特许经营权构成，2022 年高速公路实现营收 60.0 亿欧元，机场实现营收 26.8 亿欧元。万喜于 2022 年起开始持有道路运营商 ASF 的股权，并于 2006 年完成 100% 收购，随着特许经营业务规模持续扩大，在手特许经营资产逐步进入成熟期，特许经营净利率由 2003 年的 9.6%提升至 2022 年的 29.6%。

图50: 万喜集团营业收入结构（单位：%）



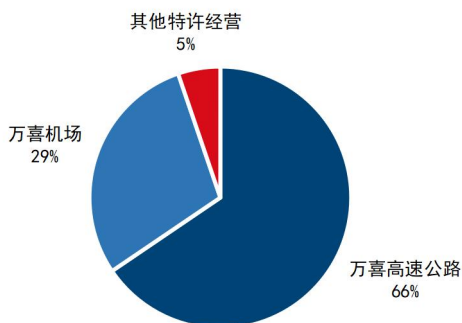
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图51: 万喜集团净利润结构（单位：%）



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图52: 万喜集团特许经营业务营收结构（单位：%）



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

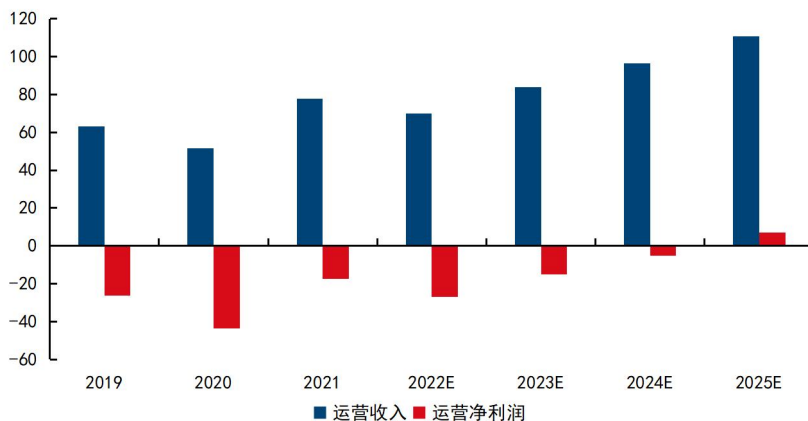
图53: 万喜特许经营营收和净利润变化（单位：百万欧元，%）



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

中国交建：特许经营业务预计 2025 年扭亏为盈，2026 年达到万喜特许经营 2003 年盈利水平。参考万喜的发展历程，随着中国交建特许经营类资产集中进入成熟期，预测该部分营收于 2025 年将达到 111 亿元，净利润 7.1 亿元，到 2026 年净利率突破 10%，达到万喜集团 2003 年水平。

图54: 中国交建特许经营业务营收和净利润预测

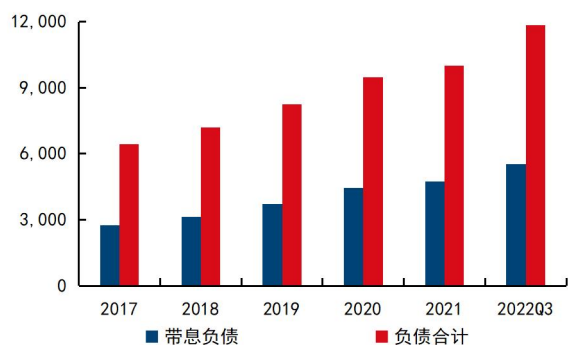


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

资本结构优化成效显著，“五商”中交再启航

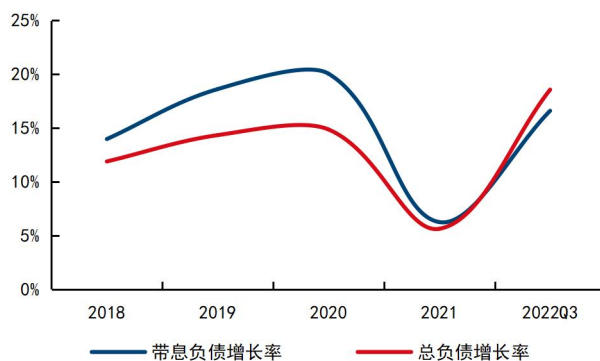
投资力度增强，有息负债规模快速扩大。随着公司发力基础设施投资业务，过去几年公司带息负债规模快速增长，在 2018-2021 年带息负债增速持续高于总负债增速。截止 2022 年三季度末，公司带息负债规模为 5519 亿元，占总负债的 46.6%。

图55：中国交建总负债及带息负债规模变化（单位：亿元，%）



资料来源：iFinD，公司公告，国信证券经济研究所整理

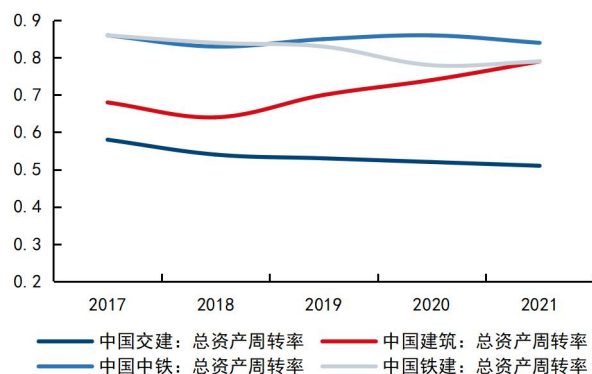
图56：中国交建带息负债与总负债增速（单位：%）



资料来源：iFinD，公司公告，国信证券经济研究所整理

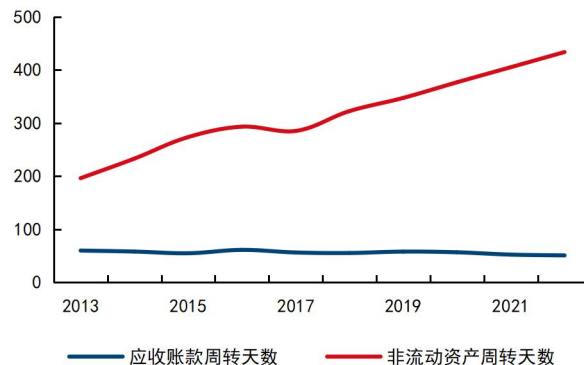
总资产周转率持续下降，主要源于非流动资产拖累。公司总资产周转率显著低于其他建筑央企，并且呈现持续下降趋势，2017-2021 年公司总资产周转率从 0.58 下降至 0.51。但是，公司应收账款周转速度持续加快，应收账款周转天数由 2017 年的 56.5 天下降至 2022 年前三季度的 51.0，反映公司在传统工程业务领域回款能力增强。而非流动资产周转速度持续放缓，主要由于公司基础设施投资等回款周期较长的业务规模扩大。

图57：建筑央企总资产周转率对比（单位：%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图58：中国交建应收账款和非流动资产周转天数（单位：天）



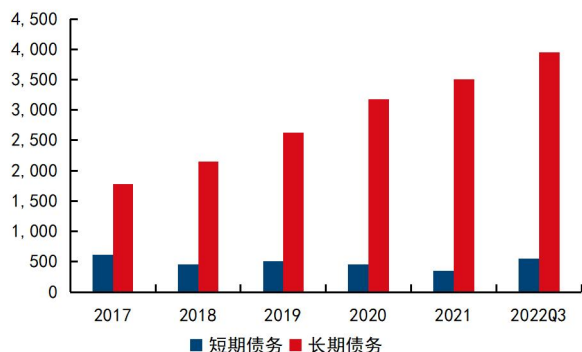
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

债务结构适时调整，流动性仍有保障。由于发力投资类业务，经营周期较长的资产占比提升，公司相应提高了长期债务融资占比，截止 2022 年三季度末，公司长期债务余额 3948 亿元，较 2017 年增长超过 2000 亿元。公司长期负债增加，对资产运营类业务提供稳定的资金支持，营运资本长期化率有所下降，但仍然保持在 100%以上，反映公司运营资金基本可由长期资金覆盖，流动性仍有保障。

相关指标说明：

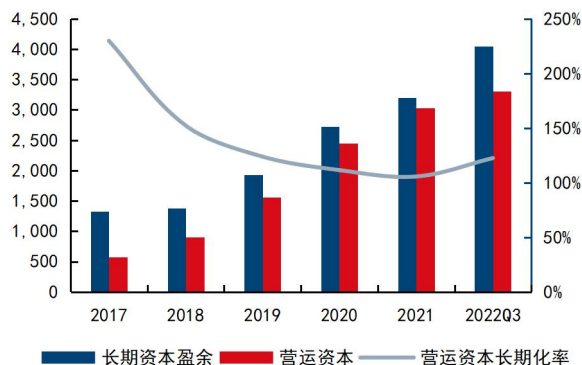
- ◆ 长期资本盈余=长期债务+股东权益-长期经营性资产-长期股权投资；
- ◆ 营运资本=经营性资产-经营性负债；
- ◆ 营运资本长期化率=长期资本盈余/营运资本。

图59：中国交建短期债务和长期债务变化（单位：亿元）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

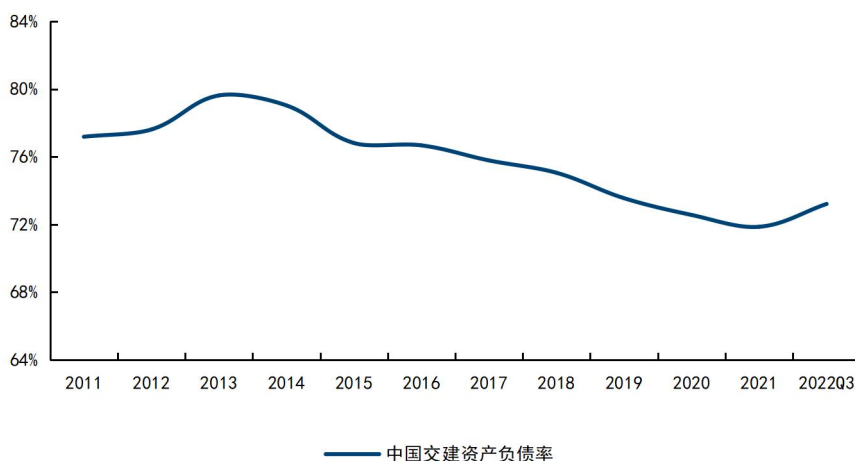
图60：中国交建营运资本长期化率情况（单位：亿元，%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

国资委考核目标要求下，中国交建资产负债率压降效果明显。2018年国务院提出加强国有企业资产负债约束，促进高负债国有企业资产负债率尽快回归合理水平。2022年国资委对央企整体资产负债率考核要求为控制在65%以内，出于对建筑行业特点和历史情况的考虑，要求中交集团资产负债率压降至75%以内。中国交建历史资产负债率较高，2013年最高达到79.6%，至2021年成功已经压降至71.9%，中国交建作为中交集团的主要子公司，未来资产负债率仍有进一步压降的需求。

图61：中国交建资产负债率变化（单位：%）

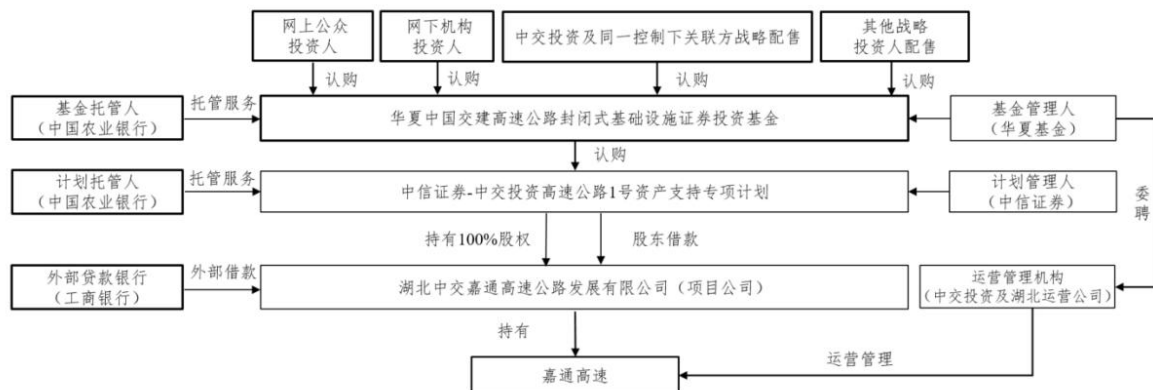


资料来源：iFinD，公司公告，国信证券经济研究所整理

积极推进基础设施REITs发行，打通资金回笼渠道。2022年4月，以公司持有的嘉通高速特许经营权作为底层资产的华夏中交高速公路REITs成功上市，发行金额94亿元，溢价率17%。截至2022上半年，公司在手已收费期限在4.5-10年间的高速公路资产共有22项，其中控股14项，控股项目总投资额达到1275亿元，2022上半年运营收入20.9亿元。公司未来的高速公路REITs项目可通过扩募的

方式纳入华夏中交 REITs 中，通过项目公司出表，打通投资建设运营退出的基础设施经营循环，有效提升资金利用效率。

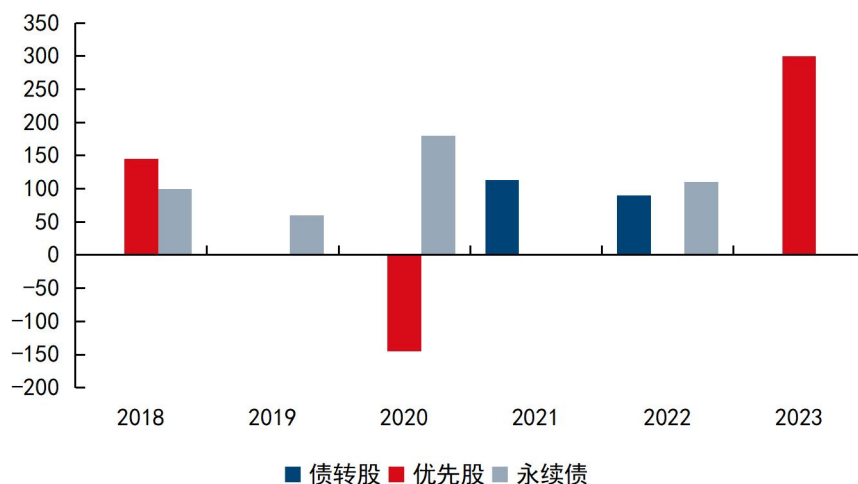
图62: 华夏中交高速公路 REITs 基金整体架构图



资料来源：华夏中交高速公路 REITs 基金招募说明书，国信证券经济研究所整理

多渠道补充权益资本，有效减轻债务负担。2018 年起公司累计发行永续债 450 亿元，2021 年和 2022 年分别开展债转股融资 113 亿元和 90 亿元，公司在过去 5 年通过权益工具共计获得 653 亿元权益资金，这些权益资本显著降低资产负债率，并有效降低偿债压力。2023 年公司拟发行 300 亿元优先股，随着涉房企业股权融资放开，公司有需求且有动力进一步通过多途径加大股权融资力度，为基础设施投资、国际工程开拓、国际收并购提供资金支持。

图63: 中国交建权益工具融资金额（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

坚定推进战略转型，致力打造“五商中交”。2013 年中交集团提出“五商中交”战略，目标由一头独大的“承建商”，向总揽全局的“承包商”、“投资商”、“发展商”、“集成商”转型，创造性地提出由“工”转“商”理念。此后十年公司聚焦“大交通”、“大城市”，积极推动全产业链延伸，坚持由工程实施向综合投资服务商转型，成为优秀的建筑央企商业模式改革创新案例。

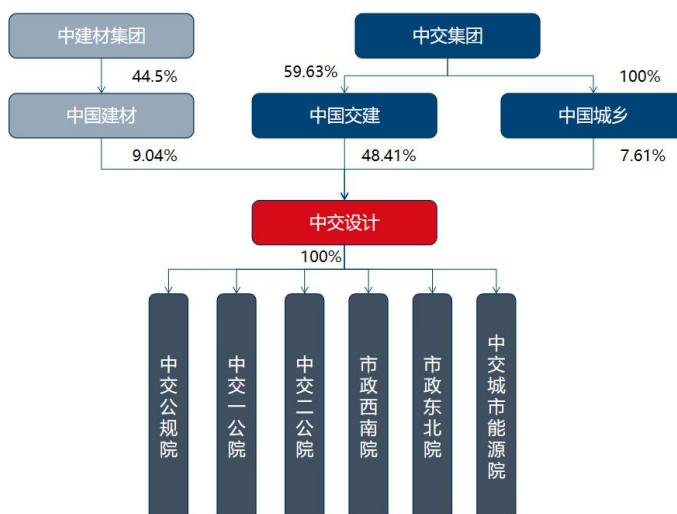
图64: 中国交建“123456”发展战略



资料来源：中国交建官网，国信证券经济研究所整理

加快推进专业化整合，中交设计拟重组上市。2015 年中国交建整合旗下天津航道局、上海航道局、广州航道局设立专业化子集团中交疏浚，成为世界最大的疏浚工程公司。2023 年 3 月中国交建拟分拆旗下核心设计院资产重组上市获得国资委批复，重组上市完成后，中交设计将成为 A 股市值最大的工程设计咨询公司。未来，可以期待公司旗下资产进一步完成专业化整合，实现集约式发展。

图65: 中交设计重组上市资产交割且配募后股权架构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利预测：预测未来 3 年归母净利增速分别为 5.6%/14.9%/14.2%

营业收入预测

基建建设：公司在路桥港航工程领域拥有强大的竞争力，积极布局城市建设市场，通过投资撬动城市综合开发项目，推动城市建设收入高增长，公司高速公路运营项目集中进入成熟期，运营收入有望快速增长。预测公司 2022-2025 年基建建设营收增长 6.7%/12.5%/11.5%/7.9%。

疏浚业务：中国交建拥有亚洲最大的疏浚工程船舶团队，在沿海港口疏浚领域居于绝对主导地位。公司基于自身海上施工能力并依托兄弟公司振华重工的设备制造能力，积极开拓海洋工程业务，在海上风电安装维护领域抢占先发优势，有望形成新增长点。预测公司 2022-2025 年疏浚业务营收增长 9.5%/11.5%/12.4%/10.2%。

设计业务：中国交建旗下设计业务起步早、布局广，编制了大量行业标准和规范，在国内路桥港航高端市场拥有较强的品牌力，设计业务海外占比约 3%，随着标准规范“走出去”，海外业务占比有较大的提升空间。预测公司 2022-2025 年设计业务收入增长 12.9%/14.4%/12.2%/11.8%。

其他：公司其他业务主要包括资产出租（主要为船舶等工程机械资产）、材料销售等业务，占比相对较小。预测公司 2022-2025 年其他业务收入增长率保持 5%。

内部抵消：假设内部抵消维持当前水平小幅变动。

表2：公司主营业务收入预测（单位：亿元）

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
基建建设	6,074	6,483	7,291	8,130	8,770
YOY%	8.5%	6.7%	12.5%	11.5%	7.9%
疏浚业务	429	469	523	588	648
YOY%	12.1%	9.5%	11.5%	12.4%	10.2%
设计业务	476	537	614	689	770
YOY%	19.0%	12.9%	14.4%	12.2%	11.8%
其他	187	196	206	216	227
YOY%	19.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
内部抵消	-309	-358	-336	-366	-333
合计	6,856	7,328	8,298	9,258	10,083
YOY%	9.2%	6.9%	13.2%	11.6%	8.9%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

投资收益：2022 上半年，公司投资收益为 20.76 元，同比增长 361%，主要由于发行公募 REITs 处置项目公司所致，未来公司预计将持续推进 REITs 发行，加快资金回流，故假设 2022-2025 年投资收益为 2323/2555/2811/3092 亿元。

表3：公司投资收益预测（单位：亿元）

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
对外投资收益	205.7	2322.9	2555.2	2810.7	3091.7

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

毛利率和费用率预测

毛利率：公司基建建设业务聚焦高端项目，借助投资积极拓展毛利较高的城市综合开发业务，高毛利的运营业务占比提升；疏浚业务毛利相对较高，随着海外业务复苏，整体毛利率有望继续提升；设计业务伴随重组上市，实现集约化经营，大力开拓海外市场，毛利率亦有望持续提升。预计公司 2022-2025 年整体毛利率为 12.6%/12.6%/12.7%/12.8%。

表4：公司毛利率预测

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
基建建设	11.3%	12.0%	12.2%	12.3%	12.4%
疏浚业务	13.8%	14.1%	14.8%	14.9%	15.0%
设计业务	18.0%	18.2%	18.2%	18.9%	18.9%
其他	14.1%	13.8%	13.3%	13.5%	14.0%
内部抵销	-2.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
整体毛利率	12.1%	12.6%	12.6%	12.7%	12.8%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

费用率：公司持续发力管理标准化和数字化，加大研发投入力度，管理费用率持续压降，研发费用率持续上升，预测 2022-2025 年管理费用率维持较低水平，研发费用保持较强投入力度。

表5：公司费用率预测

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
管理费用/营业收入	2.26%	2.34%	2.34%	2.33%	2.33%
研发费用/营业收入	3.29%	3.29%	3.32%	3.35%	3.38%
销售费用/销售收入	0.21%	0.21%	0.21%	0.21%	0.21%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

未来 3 年业绩预测简表

表6：未来 3 年业绩预测简表

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	6,276	6,856	7,328	8,298	9,258
营业成本	5,459	5,998	6,403	7,251	8,081
销售费用	12	15	15	17	19
管理费用	199	195	231	257	284
财务费用	83	61	65	73	84
营业利润	254	285	313	359	411
利润总额	254	287	314	361	412
归属于母公司净利润	162	180	190	218	249
每股收益	1.00	1.11	1.17	1.35	1.54
ROE	6.61%	6.91%	7.08%	7.87%	8.66%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

按上述假设条件，我们得到公司 22-24 年收入分别为 7328、8298、9258 亿元，归属母公司净利润 190/218/249 亿元，归母净利润增速分别为 5.6%/14.9%/14.2%。每股收益 22-24 年分别为 1.17/1.35/1.54 元。

估值与投资建议：目标价 14.04-16.08 元，首次覆盖，给予“买入”评级

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间，绝对估值法估算当前合理价格为 14.88-16.08 元，相对估值法估算当前合理价格为 14.04-16.38 元，两种估值方法的估值中枢基本吻合，综合比较确定目标价区间为 14.04-16.08 元。

绝对估值：14.88-16.08 元

未来 10 年估值假设条件见下表：

表7：公司盈利预测假设条件（%）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入增长率	13.02%	13.12%	9.25%	6.88%	13.24%	11.57%	8.91%	5.00%
营业成本/营业收入	87.24%	86.98%	87.48%	87.38%	87.38%	87.28%	87.18%	87.08%
管理费用/营业收入	3.55%	2.68%	2.26%	2.34%	2.34%	2.33%	2.33%	2.32%
研发费用/营业收入	2.27%	3.20%	3.29%	3.29%	3.32%	3.35%	3.38%	3.41%
销售费用/销售收入	0.21%	0.19%	0.21%	0.21%	0.21%	0.21%	0.21%	0.21%
营业税及附加/营业收入	0.38%	0.43%	0.33%	0.33%	0.33%	0.33%	0.33%	0.33%
所得税税率	19.07%	23.97%	18.26%	20.43%	20.43%	20.43%	20.43%	20.43%
股利分配比率	38.61%	55.57%	58.27%	58.27%	58.42%	58.57%	58.72%	58.87%

资料来源：Choice，国信证券经济研究所预测

表8：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.1	T	20.43%
无风险利率	3.00%	Ka	10.70%
股票风险溢价	7.00%	有杠杆 Beta	3.39
公司股价	11.59	Ke	26.70%
发行在外股数	16166	E/(D+E)	27.69%
股票市值(E)	187361	D/(D+E)	72.31%
债务总额(D)	489165	WACC	10.27%
Kd	5.00%	永续增长率（10年后）	0.5%

资料来源：Choice，国信证券经济研究所假设

考虑到建筑和地产行业均已进入发展成熟期，未来增长空间有限，但公司基础设施运营类业务空间仍然广阔，故假设永续增长率为 0.5%。我们采用 FCFE 现金流折算法对公司进行估值，据此估算出公司股票价值为 2498 亿元，折合每股价值 15.45 元，较当前股价有 33% 的空间。

表9: FCFE 现金流折算法估值表 (单位: 百万元)

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	TV
EBIT	41,319	46,954	53,336	58,912	62,431	66,170	70,143	74,362	78,843	83,600	
所得税税率	20.43%	20.43%	20.43%	20.43%	20.43%	20.43%	20.43%	20.43%	20.43%	20.43%	
EBIT*(1-所得税税率)	32,876	37,360	42,438	46,875	49,675	52,650	55,811	59,168	62,733	66,518	
折旧与摊销	11,176	12,063	12,899	13,748	14,627	15,524	16,451	17,415	18,419	19,469	
营运资金的净变动	32,385	698	-574	-3,875	-10,996	-11,544	-12,126	-12,741	-13,389	-14,070	
资本性投资	-25,056	-28,368	-31,648	-34,470	-36,205	-38,026	-39,938	-41,946	-44,055	-46,268	
FCFF	51,382	21,752	23,115	22,277	17,101	18,604	20,197	21,895	23,709	25,648	
(利息费用-利息收入)*(1-t)	-5,203	-5,839	-6,715	-7,687	-8,738	-9,824	-10,964	-12,161	-13,413	-14,725	
长期贷款的增加/(减少)	31,504	35,675	39,803	43,349	45,517	47,793	50,182	52,691	55,326	58,092	
循环贷款的增加(减少)	3,891	7,745	7,217	5,879	3,446	3,532	3,620	3,711	3,804	3,899	
FCFE	81,573	59,333	63,419	63,818	57,326	60,104	63,036	66,137	69,426	72,914	276,475
PV(FCFE)	64,228	36,784	30,957	24,528	17,348	14,321	11,826	9,770	8,075	6,678	25,320
股票价值											249,836
每股价值											15.45

资料来源: Choice, 国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析: 当永续增长率和折现率同时变化时, 公司绝对估值相对此两因素变化, 得出公司绝对估值的股价区间在 14.88-16.08 元。

表10: 绝对估值折现率和永续增长率的敏感性分析

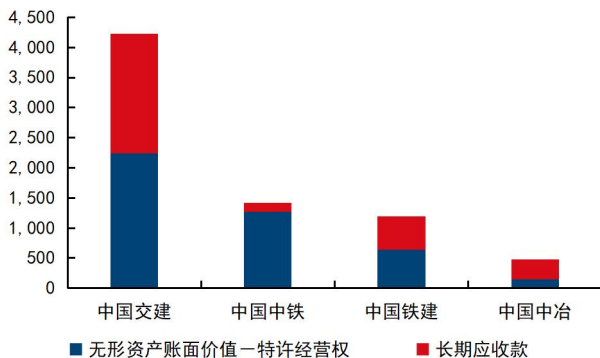
		有杠杆的股权资本成本				
永续增长率		26.0%	26.5%	27.00%	27.5%	28.0%
	0.8%	16.08	15.77	15.48	15.19	14.92
	0.7%	16.07	15.76	15.47	15.19	14.92
	0.6%	16.06	15.75	15.46	15.18	14.91
	0.5%	16.05	15.75	15.45	15.17	14.90
	0.4%	16.04	15.74	15.45	15.17	14.90
	0.3%	16.03	15.73	15.44	15.16	14.89
	0.2%	16.02	15.72	15.43	15.15	14.88

资料来源: Choice, 国信证券经济研究所预测

相对估值: 14.04-16.38 元

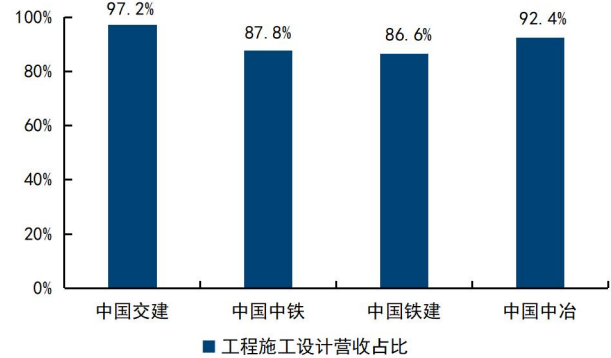
与建筑央企相比: 在基建领域选取龙头建筑央企中国中铁、中国铁建、中国中冶作为可比公司, 建筑央企龙头可比公司 2022/2023/2024 年 PE 平均为 6.54x/5.83x/4.95x, 平均 PB 为 0.75。公司工程营收占比与其他建筑央企相当, 但公司积累的投资性资产(特许经营权、长期应收款)较多, 反映对未来较高投资运营收益的预期, 故 PE 估值相对建筑央企较高。由于公司目前积累的投资性资产早期盈利能力较弱, 故 PB 估值仍然与可比建筑央企相当。

图66: 公司特许经营权资产和长期应收款与可比公司对比
(单位: 亿元)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图67: 公司工程营收占比与可比公司对比 (单位: %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

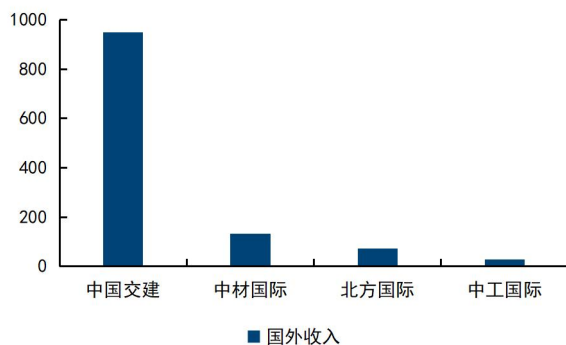
表11: 建筑央企可比公司估值情况

	EPS			PE			PB
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
中国中铁	1.15	1.30	1.48	6.51	5.76	5.06	0.75
中国铁建	1.79	1.94	2.07	5.39	4.97	4.66	0.59
中国中冶	0.50	0.57	0.75	7.72	6.77	5.15	0.9
平均				6.54	5.83	4.95	0.75
中国交建	1.17	1.35	1.54	9.82	8.52	7.47	0.78

资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

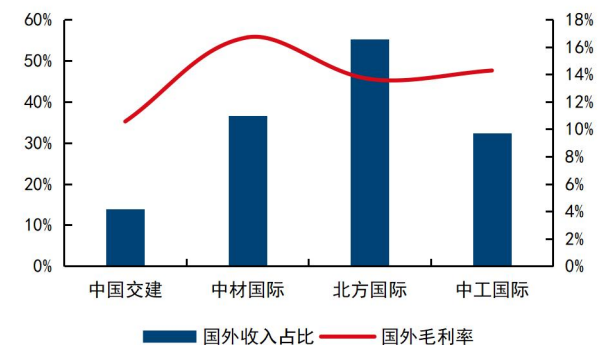
与国际工程公司相比: 选取国际工程业务领先的上市公司中材国际、北方国际、中工国际作为可比公司, 其 2022/2023/2024 年 PE 平均为 23.21/19.46x/15.91x, PB 平均为 1.79。中国交建海外营收规模显著高于可比公司, 但海外收入占比和海外毛利率相对较低, 且总体估值主要由国内业务决定, 故估值水平相对国际工程可比公司较低。

图68: 公司海外收入与可比公司对比 (单位: 亿元)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图69: 公司海外收入占比和海外毛利率与可比公司对比 (单位: %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

表12: 国际工程可比公司估值情况

	EPS			PE			PB
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
中材国际	0.92	0.95	1.10	13.97	11.72	9.95	1.71
中工国际	0.34	0.40	0.49	33.75	28.99	23.21	1.30
北方国际	0.85	1.04	1.30	21.92	17.68	14.57	2.37
平均				23.21	19.46	15.91	1.79
中国交建	1.17	1.35	1.54	9.82	8.52	7.47	0.78

资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

与海外国际承包商相比: 选择海外基建建设运营企业**万喜集团**(巴黎泛欧证券交易所上市, 代码: DG:EPA)、欧洲疏浚龙头企业**德米**(布鲁塞尔泛欧证券交易所上市, 代码: DEME:EBR)作为可比公司, 海外可比公司 2023/2024 年 PE 平均为 17.38x/13.94x, PB 为 1.99。中国交建经营模式上更接近海外国际承包商, 但模式转型尚处于起步阶段, 盈利能力与海外可比公司仍有差距, 估值水平相对较低。

表13: 海外国际承包商可比公司估值情况

	EPS			PE			PB
	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	
万喜(EPA:DG)	7.47	7.85	8.44	-	13.04	12.13	2.23
德米(DEME:EBR)	4.41	5.21	7.18	-	21.72	15.75	1.75
平均					17.38	13.94	1.99
中国交建	1.17	1.35	1.54	9.82	8.52	7.47	0.78

资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

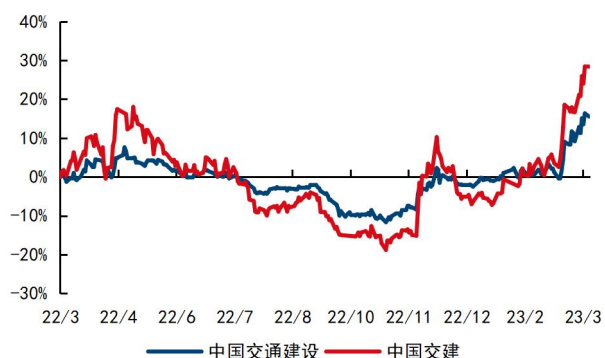
注: 万喜、德米 2022 年 EPS 为实际值

中国交建对应 2022/2023/2024 年 PE 分别为 9.82x/8.52x/7.47x, 当前 PB 为 0.78。公司估值略高于国内建筑央企, 但相比国际工程公司和业务模式更相似的海外国际承包商估值明显较低。考虑到公司积极转型基础设施投建营综合服务商, 特许经营业务有较强的成长潜力, 给予公司 2022 年 PE12x-14x, 对应目标价为 14.04-16.38 元。

H 股(中国交通建设 1800.HK): 受制于美国制裁, 流动性偏低

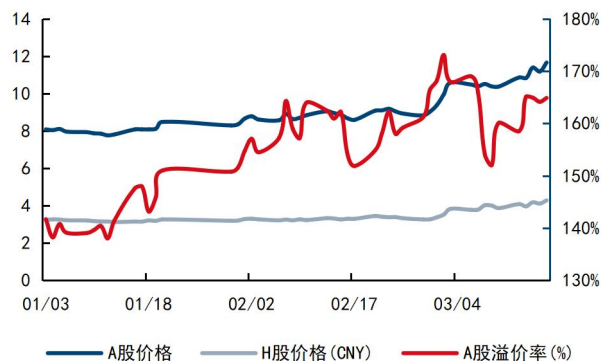
中国交建是 A+H 上市公司, H 股简称中国交通建设, 代码 1800.HK。2020 年 11 月, 美国政府发布行政命令, 禁止美国投资者对中国军方拥有或控制的企业进行投资, 名单中包括中国交建、中国铁建、中国核建等建筑企业。港股中国交通建设外资买入受限, 导致公司港股流动性偏低, AH 溢价明显较高。

图70: 近一年中国交建 AH 股收益率对比 (单位: %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图71: 年初至今中国交建 AH 股价格及 A 股溢价率 (单位: 人民币元, %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

估值与投资建议

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，投资运营类业务疫后复苏动力强劲。预计公司22-24年归属母公司净利润191/223/257亿元，每股收益1.17/1.35/1.54元，对应当前股价PE为9.82/8.52/7.47X。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。

风险提示

估值的风险

- ◆ 本报告采用绝对估值法计算公司合理估值，其中加权资本成本（WACC）、可比公司等都存在一定的主观判断。我们根据对公司的综合分析，给出了相对合理的假设，但无法排除部分数据估算不准确的风险。
- ◆ 本报告采用相对估值法计算公司合理估值，参考可比公司盈利和估值的一致预期确定公司估值水平，该估值方法建立在可比公司估值合理、市场一致预期合理的假设前提下，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们预计公司 2022-2024 年收入增长 6.9%/13.2%/11.6%，可能存在对公司市场开拓、投资项目落地预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 2022-2024 年毛利率分别为 12.6%/12.6%/12.7%，可能存在对公司成本估计偏低、对毛利估计偏高，从而产生对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

宏观经济风险

宏观经济下行的风险。在全球经济进入衰退周期的情况下，宏观经济景气度可能进一步下滑，存在市场需求收缩，工程进度被迫延期，应收账款账期拉长的风险，从而对公司业绩产生负面影响。

建筑行业竞争加剧的风险。建筑行业进入门槛较低，竞争相对激烈，未来公司所处行业的市场竞争可能进一步加剧，可能面临经营业绩和市场份额下降的风险。

经营风险

国际经营风险。公司海外营业额规模位居国内建筑公司首位，在海外经营过程中可能面临境外经营风险。受国际政治形势、外交政策变化、政府行政干预等因素的影响，公司可能面临境外施工项目不能正常进行，工程款无法收回，项目亏损等风险。

重大安全事故的风险。建筑工程行业属于安全事故风险较高的行业，建筑施工作业环境相对恶劣，存在由于操作不当、设备检修不及时、极端天气等因素导致的重大安全事故的风险，如若发生，可能对公司工程项目进度、公司品牌信誉、经营业绩造成不良影响。

原材料价格波动的风险。公司经营生产所使用的主要原材料包括建筑施工业务的水泥、钢材、沥青等，原材料短期价格波动会对公司经营业绩产生一定影响。

财务风险

应收账款风险：公司长期应收账款规模较大，如果宏观经济形势及行业发展前景发生重大不利变化或个别客户财务发生困难，则公司存在因应收账款难以收回而产生坏账的风险。

其他风险

设计资产重组上市进展不及预期的风险。尽管公司设计资产重组上市方案已获得国资委批复，但本次分拆尚需满足多项条件方可实施，包括但不限于公司股东大会审议通过本次分拆及取得有权监管机构的核准、注册等。本次分拆能否获得上述批准、核准或注册以及最终获得相关批准、核准或注册的时间均存在不确定性。

国企改革推进节奏不及预期的风险。公司于 2022 年 12 月公布股权激励计划，对公司核心管理人员和关键技术人员起到较好的激励效果，对业绩增长产生积极作用。若后续国企改革推进节奏不及预期，可能产生公司战略决策灵活性降低，新兴业务推进停滞，业绩增速放缓的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	128054	104576	143546	160578	182916	营业收入	627586	685639	732811	829835	925847
应收款项	149707	152087	161018	181882	202418	营业成本	545851	599793	640330	725110	808079
存货净额	72877	73064	78594	89027	99249	营业税金及附加	2672	2277	2418	2738	3055
其他流动资产	149413	174425	183203	207459	231462	销售费用	1180	1450	1539	1743	1944
流动资产合计	584497	567345	636829	711647	784833	管理费用	19870	19493	23064	25704	28376
固定资产	60317	60408	57755	55037	52343	研发费用	20094	22587	24141	27586	31056
无形资产及其他	235777	236635	252772	271425	292501	财务费用	8254	6144	6540	7339	8440
投资性房地产	355975	441124	463180	486339	510656	投资收益	17	206	2323	2555	2811
长期股权投资	67602	85326	104269	125720	149654	资产减值及公允价值变动	(127)	(579)	(353)	(371)	(389)
资产总计	1304169	1390837	1514805	1650169	1789988	其他收入	(24267)	(27618)	(29615)	(33468)	(37313)
短期借款及交易性金融负债	118029	113108	116999	124744	131961	营业利润	25383	28489	31276	35918	41061
应付款项	300003	317256	340576	385782	430080	营业外净收支	67	255	161	208	184
其他流动负债	164676	168792	218506	247496	275909	利润总额	25450	28744	31436	36126	41245
流动负债合计	582708	599156	676081	758023	837950	所得税费用	6101	5248	6423	7382	8428
长期借款及应付债券	317751	350113	381617	417292	457095	少数股东损益	3143	5503	6019	6917	7897
其他长期负债	45906	50214	54818	60031	65848	归属于母公司净利润	16206	17993	18994	21828	24921
长期负债合计	363657	400327	436435	477323	522943	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	946365	999483	1112516	1235346	1360893	净利润	16206	17993	18994	21828	24921
少数股东权益	112733	131006	134016	137474	141422	资产减值准备	247	416	43	(1)	(23)
股东权益	245071	260348	268273	277349	287672	折旧摊销	11060	11346	11176	12063	12899
负债和股东权益总计	1304169	1390837	1514805	1650169	1789988	公允价值变动损失	127	579	353	371	389
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	8254	6144	6540	7339	8440
每股收益	1.00	1.11	1.17	1.35	1.54	营运资本变动	(77737)	(86633)	32385	698	(574)
每股红利	0.56	0.65	0.68	0.79	0.90	其它	1149	1880	2966	3459	3971
每股净资产	15.16	16.10	16.60	17.16	17.80	经营活动现金流	(48947)	(54419)	65918	38417	41583
ROIC	4.20%	4.60%	5%	5%	6%	资本开支	(11572)	(7254)	(25056)	(28368)	(31648)
ROE	6.61%	6.91%	7.08%	7.87%	8.66%	其它投资现金流	(20677)	21251	(7275)	(2234)	3914
毛利率	13%	13%	13%	13%	13%	投资活动现金流	(47794)	(3727)	(51274)	(52053)	(51667)
EBIT Margin	6%	6%	6%	6%	6%	权益性融资	(1249)	18703	0	0	0
EBITDA Margin	8%	7%	7%	7%	7%	负债净变化	63000	28614	31504	35675	39803
收入增长	13%	9%	7%	13%	12%	支付股利、利息	(9006)	(10485)	(11069)	(12753)	(14597)
净利润增长率	-19%	11%	6%	15%	14%	其它融资现金流	(7382)	(20294)	3891	7745	7216
资产负债率	81%	81%	82%	83%	84%	融资活动现金流	99356	34667	24326	30668	32422
股息率	4.8%	5.6%	5.9%	6.8%	7.8%	现金净变动	2616	(23479)	38970	17032	22338
P/E	11.6	10.4	9.9	8.6	7.5	货币资金的期初余额	125439	128054	104576	143546	160578
P/B	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7	货币资金的期末余额	128054	104576	143546	160578	182916
EV/EBITDA	23.1	23.1	24.8	24.1	23.4	企业自由现金流	(49419)	(49813)	51382	21752	23115
						权益自由现金流	6199	(44615)	81573	59333	63419

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