

中国交通建设 (01800.HK)

推荐

行业：建筑工程

基建保障公司业绩稳健成长

公司是中国甚至全球范围内领先的多专业、跨国经营的国有控股公司，核心业务包括基建设计、基建建设、疏浚和装备制造，且均处于行业龙头地位。公司近五年收入复合增长率超过 10%，业绩复合增长率为 16%，具备典型的低估值蓝筹特征。

投资要点：

✧ **订单丰厚保障业绩平稳增长。**我们认为公司作为中国基建工程行业龙头，综合竞争力极强，在行业整体空间增速放缓大背景下仍能维持订单稳步增长。今年前三季度公司新签合同 4272 亿元(+6.55%)，年中在手订单 7669 亿元，相当于 13 年公司应收的 2.3 倍，充裕的在手订单将使公司未来三年有足够的业绩安全边际。

✧ **基建是业绩支撑主力。**公司疏浚业务处于下滑状态，装备制造业务的振华重工进入海工装备市场取得显著成效，业绩处于复苏阶段。但两者对公司整体收入贡献仅为 15% 左右，因此基建工程领域的市场风向决定公司的发展走势。目前来看，国内政府通过提振基建的途径来稳增长的意图明确，未来基建投资平稳增长使得公司仍具备成长空间。

✧ **公司基建领域三看点：铁路、投资、海外扩张。**我们认为基建建设子板块业务发展趋势略有差别，港口、道路和桥梁建设主要以平稳为主，而铁路、投资和海外业务增速将会更快。(1)铁路：政府今年推出一系列铁路改革措施，李克强积极对外宣传和输出高铁技术，今年底至明年铁路投资将快速增长。(2)海外：公司海外订单和收入占比今年上半年已提升至 25% 和 17%，考虑一带一路战略刺激，未来海外市场将给公司形成新的蓝海，海外市占率有望进一步上行。(3)投资：公司拥有各类 BOT/BT、土地开发合同约 3700 亿元，如果能够顺利开发，我们测算自 16 年后将实现可观投资收益。

✧ **首次给予推荐评级。**我们认为近期受益于一带一路政策刺激、沪港通等系列因素催化，市场热点逐步转移到基建类低估值蓝筹上，因此公司股价已累积一定涨幅。但考虑公司基建业务仍将稳定增长，资产风险低，股价仍有进一步估值修复需要，我们预计公司 14-16 年 EPS0.84/0.91/1.03 元，目标价 8.51 港元，对应 14 年 8 倍 PE。

✧ **风险提示：**基建投资低于预期、汇率风险、回款风险、海外政治风险。

主要财务指标

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	332487	369061	398586	422501
收入同比(%)	12%	11%	8%	6%
归属母公司净利润	12139	13596	14684	16593
净利润同比(%)	1%	12%	8%	13%
毛利率(%)	13.0%	13.1%	13.0%	13.3%
ROE(%)	13.3%	13.5%	13.6%	13.6%
每股收益(元)	0.75	0.84	0.91	1.03
P/E	7.37	6.58	6.08	5.37
P/B	0.94	0.84	0.76	0.71
EV/EBITDA	6.9	6.1	5.8	5.5

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名人：李凡

S0960511030012
0755-82026745
lifan@china-invs.cn

署名人：王博

S0960514090001
0755-82026754
wangbo3@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 8.51

当前股价： 7.00

评级调整： 首次

基本资料

总股本(百万股)	16175
流通股本(百万股)	4427
总市值(亿元)	986
流通市值(亿元)	245
成交量(百万股)	22.92
成交额(百万元)	161

股价表现

相关报告

目 录

一、 基建工程巨型央企，行业龙头地位稳健	4
二、 订单丰厚保障业绩平稳增长，其中基建建设是主要贡献	5
三、 基建建设子领域业务发展趋势略有差别，看好铁路建设、投资和海外业务	7
1. 港口、道路桥梁建设将以平稳为主	7
2. 铁路建设增速迅猛	7
3. 海外工程市场可成就公司新的成长空间	8
4. 投资业务未来将逐步贡献投资收益	9
四、 投资建议：推荐	10
五、 风险提示	10

图目录

图 1 公司上市来收入增长稳健	5
图 2 公司今年业绩有加速增长趋势	5
图 3 公司各项业务毛利率维持稳定水平	5
图 4 公司海外订单占比持续提升	8
图 5 今年上半年海外订单主要集中在非洲、中东	8
图 6 公司 BOT 项目省份分布	9
图 7 公司 BT 项目省份分布	9

表目录

表 1 公司股权结构	4
表 2 公司新签合同情况(单位: 亿元)	6
表 3 公司在执行未完成合同情况(单位: 亿元)	6
表 4 公司基建建设新签合同情况(单位: 亿元)	7
表 5 公司收入的地区构成情况(单位: 亿元)	8
表 6 公司主要土地开发项目(单位: 亿元)	9

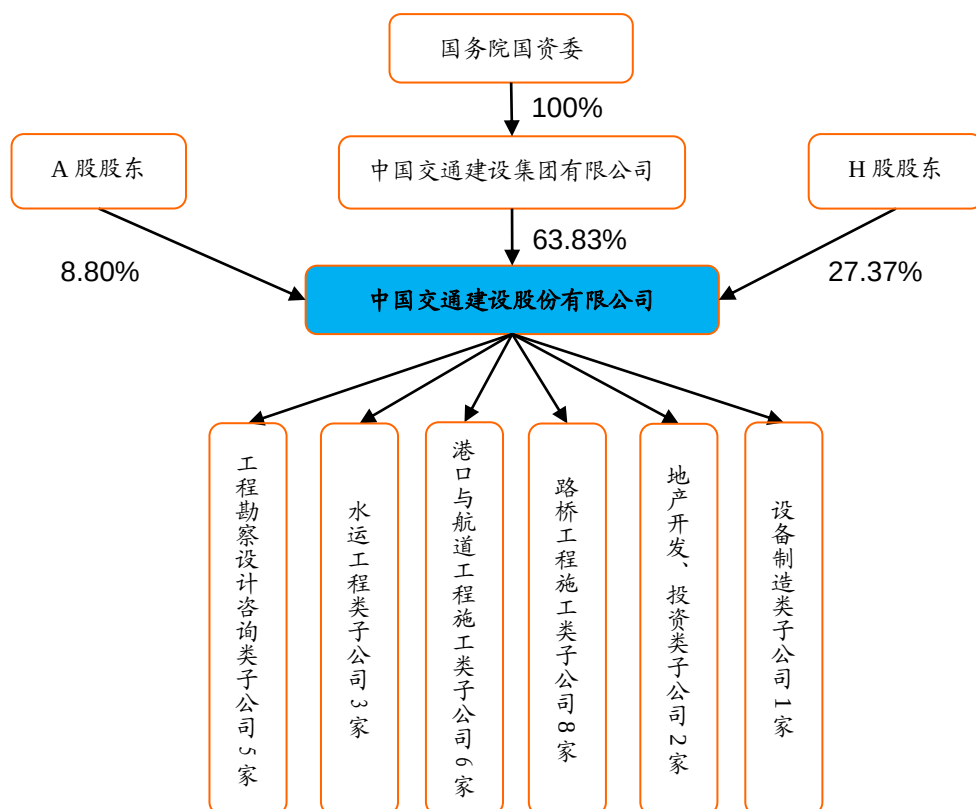
一、基建工程巨型央企，行业龙头地位稳健

中国交通建设股份有限公司是中国甚至全球范围内领先的多专业、跨国经营的国有控股公司。公司核心业务集中在四个方面：基建设计、基建建设、疏浚和装备制造，且各个业务都处于行业龙头地位。公司 08 年-14 年连续入选美国《财富》杂志评选的“世界 500 强企业”，14 年位于 187 位，位于中国企业 34 名。同时公司位于 ENR 国际最大 225 家承包商第十位，连续成为中国企业第一名。

公司资质全面，业务规模大，业务领域范围广，控股子公司达 27 家。在国内航务工程市场占有率为 70%，在特大桥市场占有率 80%，疏浚产能全球第一（市占率 80%）。公司同时还是国内最大港口设计服务供应商和全球最大集装箱起重机制造企业，市场竞争力极强。

公司成立于 06 年 10 月，在国资委牵头下，由中国港湾建设集团总公司和中国路桥集团总公司以新设合并方式组建。07 年 4 月，公司公开发行 44.28 亿股登录港交所，12 年 4 月在上交所发行 13.5 亿股实现国内 A 股上市，目前总股本 162 亿股。公司控股股东是中交集团，持有 63.83% 限售股股份，实际控制人为国务院国资委。

表 1 公司股权结构

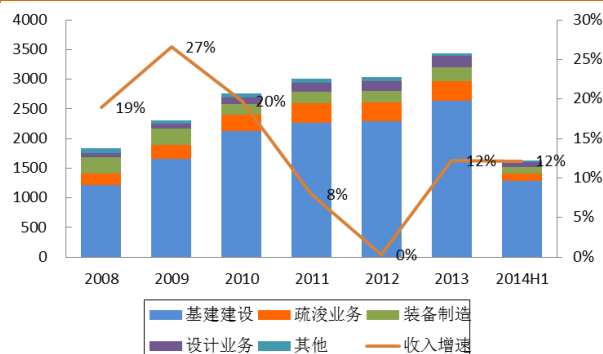


资料来源：公司公告、中投证券研究所

公司 13 年营收达到 3325 亿元(+12%)，归母净利润 121.4 亿元(+2%)，近五年收

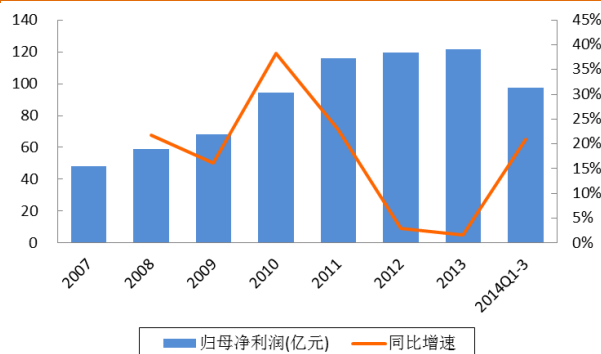
入复合增长率超过 10%，业绩复合增长率为 16%，具备典型的低估值蓝筹特征。虽然 12-13 年公司业绩增速有所减缓，但 14 年净利润增长重现加速趋势，前三季度实现收入 2524 亿元(+10.8%)，归母净利润 97.65 亿元(+21.2%)，这其中出售泰康人寿股权实现投资收益有较大正向影响。

图 1 公司上市来收入增长稳健



资料来源：公司公告、中投证券研究所

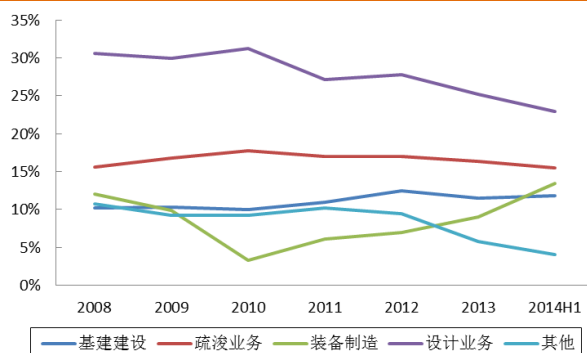
图 2 公司今年业绩有加速增长趋势



资料来源：公司公告、中投证券研究所

公司自港股上市以来毛利率水平基本保持平稳，在 11-14% 区间波动，近两年毛利率水平有所提升，我们认为主要原因在于装备制造业务毛利率的改善明显。公司已经成长为巨型央企，项目经验已经颇为成熟，基建建设和疏浚业务未来两到三年预计毛利率大幅波动概率小，而设计业务恐将由于竞争日益激烈的市场而毛利率进一步小幅下滑，但考虑设计业务对公司收入占比较低，对整体毛利率影响仍将有限。

图 3 公司各项业务毛利率维持稳定水平



资料来源：公司公告、中投证券研究所

二、订单丰厚保障业绩平稳增长，其中基建建设是主要贡献

中国目前处于经济转型期，GDP 增速正处于下台阶过程，其中全国固定资产投资与国家经济增长显著正相关，近两年也面临增速持续下滑的情况。虽然行业整体空间增速放缓，但公司作为基建工程行业龙头，综合竞争力十足，近三年每年新签合同仍维持稳步增长态势。今年前三季度公司新签合同达 4271.81 亿元，同比增长 6.55%，其中占比达 84% 的基建建设合同增速为 8.9%。另外，基建设计合同增速最高，为 13.2%，疏浚工程和装备制造业务合同额有所下滑，分别为 -19.7% 和 -13.4%。

表 2 公司新签合同情况(单位: 亿元)

	2011	2012	2013	2014Q1-3
基建建设	3646.71	4230.55	4505.51	3587.91
疏浚工程	375.39	386.48	393.36	220.54
装备制造	266.68	246.15	278.50	216.87
基建设计	229.43	235.70	251.91	215.16
其他	60.27	50.32	3.33	31.33
合计	4578.48	5149.20	5432.61	4271.81

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

另一方面,公司在执行未完成合同近三年也同样维持稳步增长态势,截至今年年中,除疏浚工程在手合同有 6%下滑之外,基建建设在手合同仍然维持 4.1%的增速,而装备制造在手合同更是增长 15.4%。公司年中在执行未完成合同总金额为 7669 亿元,相当于 13 年公司营业收入的 2.3 倍。充裕的在手订单将使公司未来两到三年有足够的业绩安全边际。

表 3 公司在执行未完成合同情况(单位: 亿元)

	2012	2013	2014H1
基建建设	6198	6537	6805
疏浚工程	289	298	280
装备制造	163	190	220
基建设计	340	355	358
其他	16	0	6
合计	7005	7381	7669

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

基建业务: 整体来看,基建建设板块对公司收入和业绩的贡献最为显著,但近三年这一板块的订单增长也最为稳健。我们认为目前政府稳增长基调仍在,固定资产投资领域严厉控制地产过度投资,另一方面也同样会提振基建投资来保持整体经济的平稳,以达到控制失业率和维护社会稳定的目的。因此我们相信公司未来仍具备稳健的成长空间。

疏浚业务: 公司在疏浚业务领域竞争力优势明显,但目前沿海港口、航道疏浚市场受制于全球经济复苏缓慢,需求呈现明显下降态势,吹填造地市场受宏观政策影响依旧低迷,因此疏浚工程是唯一在手订单下滑的领域。目前公司疏浚产能为 7.2 亿立方米,没有新建疏浚船队产能。

展望未来,国内市场参与者趋于多元化,长期投标类项目价格水平将呈下降趋势,且全社会低端疏浚产能已出现过剩现象,总体市场情况并不乐观。国内突破之处在于等待海西区域市场热点、长江黄金水道等内河高等级航道建设大项目的实质性进展。另外公司整体疏浚业务要想保持持续发展,需进一步抢占高端国际市场,形成新的业务增量。

装备制造业务: 公司装备制造业务主体是振华重工,前两年由于全球港口集装箱机

械市场供应过剩,公司装备制造业务业绩大幅下滑。目前来看,这一形势已有明显好转,主要原因在于振华重工转型开拓高端海洋重工装备市场取得有效进展。振华重工在保持起重船、铺管船等工程船舶世界领先研制实力的同时,发挥海洋工程核心配套件研发优势,与 F&G 公司的设计优势强强联合,成功攥住了海工钻井平台制造向中国转移的机会。伴随着振华重工新签合同额的快速增长,加上管理效率的提升,后续业绩放量将是大概率事件。

三、基建建设子领域业务发展趋势略有差别,看好铁路建设、投资和海外业务

公司的基建建设板块包含港口建设、道路与桥梁建设、铁路建设、投资业务、海外工程业务和其他项目,这些细分子版块近年来的发展势头并不尽相同。

表 4 公司基建建设新签合同情况(单位: 亿元)

	2011	2012	2013	2014H1
道路与桥梁建设	1262.37	989.32	1535.45	618.74
港口建设	593.66	620.51	424.56	240.51
投资业务	668.00	1250.21	585.35	305.51
海外工程业务	808.28	754.17	1042.40	550.43
铁路建设	0	97.53	155.70	189.88
其他业务	314.40	518.81	762.05	450.44
合计	3646.71	4230.55	4505.51	2355.51

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

1. 港口、道路桥梁建设将以平稳为主

道路与桥梁建设新签订单 13 年猛增至 1535 亿元(+55%)后,今年的趋势有所下滑,上半年仅为 619 亿元(-22%);港口建设去年大幅下滑,今年上半年呈现温和复苏。我们认为国家虽然鼓励沿海航运发展以及中西部铁路建设,但整体体量相较于前几年难以有大幅增长,因此中国港口和道路桥梁的建设未来将以平稳为主。

2. 铁路建设增速迅猛

今年以来政府以基建为手段的稳增长战略中,铁路基建处于最为重要的地位。政府一方面推进铁路投融资体制改革,多方吸收社会资本、适度扩大铁路固定资产投资规模、调增新线投产里程、增加新开工项目等措施;另一方面以李克强总理带头对外进行中国高铁技术的宣传和输出,争取早日实现中国海外铁路建设的扩张。

11 月 5 日,发改委共批复了七条铁路建设项目,总投资达 1998.6 亿元,密集程度和批复金额远高于上半年。我们认为今年铁路投资 8000 亿元的目标达到概率较大,而且四季度将会呈现加速投资的迹象,且有望一直延续到明年。

铁路基建市场上，中国中铁和中国铁建的份额较高，公司市占率相对来说偏低，11 年铁路建设的订单，但 12-14 年公司的铁路建设项目呈现迅猛增加的态势，几乎一年跨上一个台阶。考虑公司在建筑工程领域的综合实力，后续铁路市场进一步高歌猛进可以期待。

3. 海外工程市场可成就公司新的成长空间

公司海外发展大战略主要依靠“一体两翼”平台优势，近年来 CCCC/CHEC/CRBC 三大品牌海外工程新签订单均实现显著增长。12、13 和 14 年上半年，公司海外订单分别新签 969、1269 和 689 亿元，同比增长 19.8%、31.0%和 57.8%。同时公司海外订单占比也由 11 年的 17.7%稳步攀升至 14 年上半年的 24.6%。截至今年上半年，公司共在 80 个国家和地区开展对外工程项目，在建各类工程 479 个，总合同约 360 亿美元。11 年公司海外收入仅为 320 亿元，占总收入 10.88%。仅仅过去两年，在良好海外签单形势下，13 年和 14 年上半年公司海外收入占比已达 17%左右。

表 5 公司收入的地区构成情况(单位: 亿元)

	2011		2012		2013		2014H1	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
中国	2617.46	89.12	2561.31	86.92	2744.39	82.95	1309.21	83.01
海外	319.67	10.88	385.60	13.08	563.94	17.05	267.99	16.99

资料来源：公司公告、中投证券研究所

我们分析近两年海外订单的地域构成：13 年非洲订单占海外订单 65%，中东 12%，两个区域几乎占据 80%份额；14 年上半年非洲订单占比下降至 35%，但仍是公司海外订单最大来源地，东南亚和中东订单有增加趋势。另一方面分析订单的项目类型，13 年占比由高到低依次是铁路、公路桥梁、港口和市政，而 14 年上半年公路桥梁、港口占比分别达到 55%和 37%。显而易见，13 年公司在政府牵头领导下参与了多项援建非洲的铁路项目，这一情形在今年略有减少。但总体而言，我们认为第三世界发展中国家目前阶段的基建需求仍然旺盛，公司在全球领域具备综合一体化的工程服务和项目经验，能够在国际化的浪潮中进一步扩大其海外的市占率。

图 4 公司海外订单占比持续提升

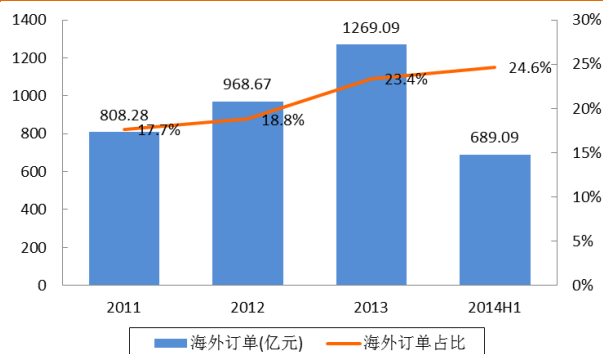
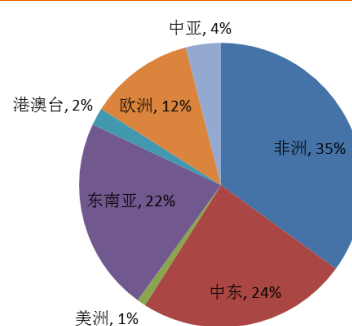


图 5 今年上半年海外订单主要集中在非洲、中东



资料来源：公司公告、中投证券研究所

资料来源：公司公告、中投证券研究所

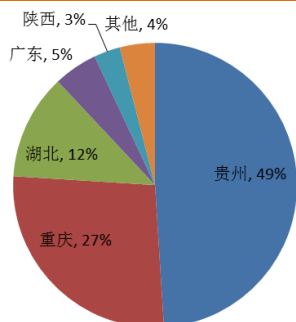
与此同时，由习近平主席在去年提出的“一带一路”的国际化战略正在有条不紊往前推进，近期也在上报国务院审批，这样的国际化战略意义深远，是我国一个中长期资本输出、缓解国内传统行业过剩产能、同时加强欧亚和亚太共赢发展的长期方针，可谓是中国版的马歇尔计划。我们认为政策的推进对公司的利好是提供了一个蓝海的市场想象空间和新的成长预期，内外兼备的推动公司进一步加速拓展海外市场。

公司目前海外订单和海外收入比例均较为合适，一方面不至于占比太低对公司整体影响微弱，另一方面不至于占比太高而压缩公司成长弹性。以 13 年海外订单 1269 亿元来看，倘若公司未来两到三年增长超过 20%，海外订单将以每年 200-300 亿元速度增加，对公司现有订单增长可提供 5%以上的增量。这将使市场对于公司这种巨型央企的成长性重新定位。

4. 投资业务未来将逐步贡献投资收益

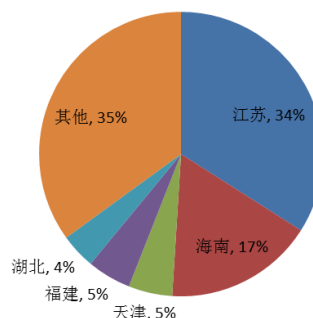
公司的投资业务包括 BOT、BT 项目以及一级土地地产开发项目。截至上半年末，BOT 类项目累计签订合同投资 1682 亿元，完成投资 815 亿元，其中进入运营期项目资产 394.4 亿元。BT 类项目累计签订合同额 989.9 亿元，累计完成投资 605.5 亿元，进入回收期项目投资金额 395.5 亿元，累计收回资金 211.18 亿元。一级土地开发项目累计签订 1035.7 亿元，累计完成投资 240 亿元，已实现销售金额 29.32 亿元。

图 6 公司 BOT 项目省份分布



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 7 公司 BT 项目省份分布



资料来源：公司公告、中投证券研究所

公司主要在 11-12 年承接了大量投资项目，12 年达到 1250 亿元，但随后受制于资金问题，投资业务新接订单有所减少。从收益率角度看，一级土地开发项目应高于 BT 项目再高于 BOT 项目。

公司的 BOT 项目多分布在西南省份，且为高速公路收费项目，虽然部分项目与政府会有一些补偿协议，但我们仍对这部分项目后期的收益率保持谨慎态度。而另一方面，BT 项目却主要集中在沿海发达省份，政府支付能力普遍较强，回款风险偏低，而且 BT 类项目相对而言资金周转时间偏短，看好公司 16 年之后 BT 项目给公司带来显著增量的投资收益。

表 6 公司主要土地开发项目(单位：亿元)

计划投资额	14 年上半年投入金额	累计投入金额	累计销售金额
-------	-------------	--------	--------

请务必阅读正文之后的免责条款部分

汕头东部城市综合体开发	151.3	10.55	86.67	8.36
南京浦口海峡两岸科工园项目	129	1.51	11.16	
珠海横琴综合开发项目	380	7.24	15.9	
合计	660.3	19.3	113.76	8.36

资料来源：公司公告、中投证券研究所

另一方面，公司汕头东部新城的综合体项目已进入中期阶段，而且后续投融资保障能力强，我们预计此项目也将在 15 年之后陆续给公司带来业绩。

四、投资建议：推荐

对于公司的盈利预测假设：

(1)我们认为公司的疏浚工程业务仍将处于下滑状态，装备制造业务受益于振华重工在海工装备领域的突起将有所复苏，但相对体量巨大的基建工程业务来说，对公司整体业绩影响较小。

(2)我们认为基建建设板块中：一方面，港口、道路与桥梁未来新签订单将趋于平稳，造成相关业务收入和业绩基本处于持平状态；另一方面，铁路建设业务受益于政府政策扶持将维持高速增长，海外业务扩张有望进一步加速，维持快速成长，同时公司投资业务有望从 16 年开始逐步贡献投资收益。结合各子领域在基建建设板块中的占比，我们预计公司基建业务仍能维持 5-10%的平稳增长。

基于以上对公司基本面的假设，我们测算出公司 14-16 年整体营业收入将保持 11%、8%和 6%的稳健增长，14-16 年净利润为 136、147 和 166 亿元，同比增长 12%，8%和 13%，EPS 为 0.84 元、0.91 元和 1.03 元。

我们认为近期受益于一带一路政策刺激、沪港通等系列因素催化，市场热点逐步转移到基建类低估值蓝筹上，因此公司股价已累积一定涨幅。但考虑公司基建业务仍将稳定增长，资产风险低，股价仍有进一步估值修复需求，因此给予推荐评级，目标价 8.51 港元，对应 14 年 8 倍 PE。

五、风险提示

- 1.基建投资低于预期；
- 2.汇率风险；
- 3.项目回款风险；
- 4.海外政治风险。

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上

推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间

中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间

回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上

中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平

看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

李凡,中投证券研究所建材行业首席分析师,管理学硕士,4 年行业从业经验,7 年证券行业从业经验。

王博,中投证券研究总部建筑行业研究员。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构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,也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。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼
邮编: 200082
传真: (021) 62171434