

## 基建龙头受益国内稳增长，一带一路新局面

### 推动海外业务扩张

#### 核心观点

公司是基建弹性标的。在营收、毛利和新签合同中，基建建设分别占90%、80%和89%，在八大建筑央企中均为最高，随着国内“稳增长”基建发力，“一带一路”十周年带来海外工程再起航，公司业绩弹性更大。公司深化国企改革提质增效，分拆旗下设计院上市寻求价值重估，推出股权激励计划激发公司活力，运营类资产经营预期改善并打通退出渠道。公司当前PB估值仅0.8倍，处于低估状态。

#### 摘要

公司是基建弹性标的，受益国内稳增长基建发力。公司作为中交集团旗下核心子公司，在基建设计、基建建设和投资运营方面具备优势地位。2022年公司营收、毛利和全年新签合同额中，基建建设业务分别占90%、80%和89%，在建筑央企中均为最高水平，是基建板块的弹性标的，2022年新签合同额同比增长22%，增速位列八大建筑央企第2名。2023年“稳增长”基建继续发力，公司业绩弹性相较同业更大。

深化国企改革提质增效，海外拓展有望再起航。今年初央企考核指标调整为“一利五率”，更加关注利润质量和盈利能力，公司经营性现金流净额实现回正，未来经营质量将进一步提升。公司分拆旗下三家设计院上市，实现设计资产重估；并推出股权激励方案，要求2023-2025年ROE分别不低于7.7%/7.9%/8.2%，3个年度净利润较2021年CAGR不低于8.0%/8.5%/9.0%。公司2022年海外工程收入占比14%，在八大建筑央企中排名第3，2023年正值“一带一路”十周年，在国际合作高峰论坛和外交频传佳音的背景下，公司海外拓展有望再起航。

持有运营类资产丰厚，REITs实现价值重估。公司目前持有特许经营权资产2234亿元，进入运营期的项目33个；首单高速公路REIT已成功发行，退出渠道打通。经济复苏之下，运营类资产经营预期改善。

首次覆盖给予买入评级，目标价18.11元。我们预测2023-2025公司EPS分别为1.35/1.51/1.66元，BPS分别为16.27/17.58/19.03元，根据可比公司给予1.2xPB估值，对应目标价18.11元，首次覆盖给予买入评级。

#### 重要财务指标

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	685,639.00	720,274.54	813,081.12	909,927.37	992,428.96
YoY(%)	9.25	5.05	12.88	11.91	9.07
净利润(百万元)	17,993.09	19,103.85	21,806.26	24,439.54	26,897.71
YoY(%)	11.03	6.17	14.15	12.08	10.06
毛利率(%)	12.52	11.65	12.25	12.20	12.20
净利率(%)	2.62	2.65	2.68	2.69	2.71
ROE(%)	6.91	6.77	7.25	7.58	7.78
EPS(摊薄/元)	1.11	1.18	1.35	1.51	1.66
P/E(倍)	10.83	10.20	8.93	7.97	7.24
P/B(倍)	0.86	0.80	0.74	0.69	0.63

资料来源：iFinD，中信建投证券

## 中国交建(601800.SH)

#### 首次评级

#### 买入

竺劲

zhujinbj@csc.com.cn

SAC 编号:s1440519120002

SFC 编号:BPU491

尹欢科

yinhuanke@csc.com.cn

SAC 编号:s1440520070004

发布日期：2023年04月17日

当前股价：11.29元

目标价格6个月：18.11元

#### 主要数据

##### 股票价格绝对/相对市场表现(%)

	1个月	3个月	12个月
	21.40/22.63	36.52/30.09	26.15/25.77
12月最高/最低价(元)			11.86/6.69
总股本(万股)			1,616,571.14
流通A股(万股)			1,174,723.54
总市值(亿元)			1,611.72
流通市值(亿元)			1,415.54
近3月日均成交量(万)			9039.53
主要股东			
中国交通建设集团有限公司			57.99%

#### 股价表现



#### 相关研究报告

## 目录

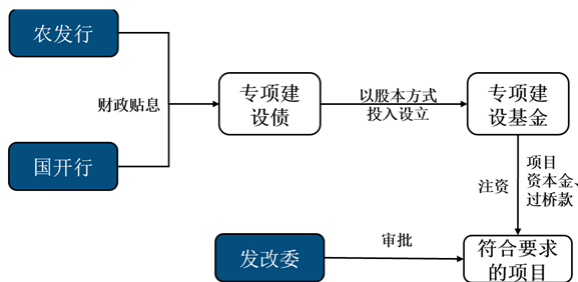
一、建筑行业景气度持续高涨，公司订单和业绩弹性大.....	1
1.1 稳增长政策发力推动基建高涨 .....	1
1.2 建筑行业集中度将进一步提升 .....	3
1.3 公司基建业务占比高于同业，增长弹性充足.....	5
二、深化国企改革提质增效，海外拓展有望再起航 .....	8
2.1 深化国企改革提质增效，重组上市推动设计业务价值发现.....	8
2.2 巩固交通基建龙头地位，城市建设引领规模增长.....	11
2.3 业务国际化优势显著，海外拓展有望再起航.....	15
三、持有运营类资产丰厚，通过 REITs 实现价值重估 .....	16
3.1 持有运营类资产丰厚，可通过 REITs 实现价值重估 .....	16
3.2 方兴未艾，首单高速公路 REIT 成功发行.....	18
四、盈利预测和投资建议 .....	19
4.1 盈利预测：预计 2023-2025 年 EPS 分别为 1.35/1.51/1.66 元 .....	19
4.2 投资建议：首次覆盖给予“买入”评级，目标价 16.41 元.....	20
风险分析 .....	21

## 一、建筑行业景气度持续高涨，公司订单和业绩弹性大

### 1.1 稳增长政策发力推动基建高涨

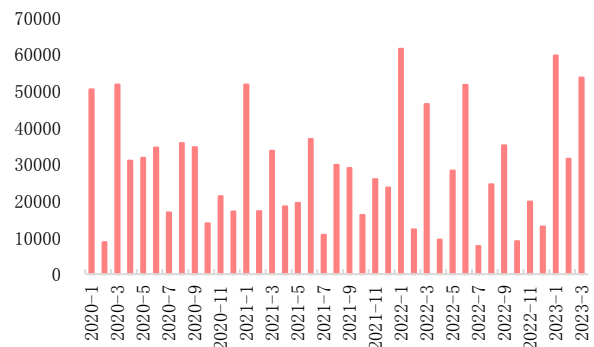
基建仍是稳增长重要抓手，政策性金融工具撬动数万亿资金。2023 年政府工作报告指出，今年 GDP 增长目标约为 5%，当前时点来看，海外需求持续性尚待观察，社零总额同比增长 3.7%，消费复苏尚待时日，房地产开发投资同比增速仍为-5.7%，尽管住宅销售金额实现回正，但房地产投资从拖累到复苏仍有一定距离。在海外需求疲软，内需恢复尚待时日的情况下，基建仍为稳增长重要抓手。2022 年全国共发行新增专项债超 4 万亿，投放政策性金融工具近 7400 亿元，以 20% 的项目资本金比例计算，最高可撬动超 7 万亿资金投向基建，新增相关信贷超过 5.9 万亿元。财政部提前下达新增专项债额度 2.19 万亿，较去年增长 50%，2023 年专项债额度 3.8 万亿元，同比增长 4.1%，为基建稳增长注入蓬勃动力；2023 年一季度地方政府共发行新增专项债 13568 亿元，发行规模处于较高水平。

图 1:首批政策性金融工具结构



数据来源：央行，中信建投证券

图 2:专项债和政策性金融工具助力社融上行（亿元）



数据来源：央行，中信建投证券

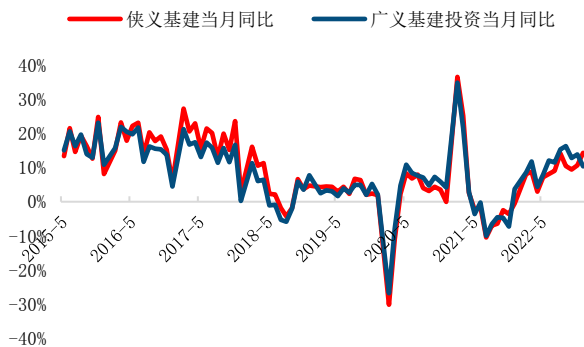
预计 2023 年基建投资增速+10%。我们认为，2023 年基建投资将主要由专项债、中长期贷款、公共财政支出发行拉动。2023 年提前下达的新增专项债 2.19 万亿的额度占 2022 年额度的 60%，同比增幅高达 50%。专项债发行将仍是基建投资资金的最重要来源。

表 1:从资金来源分析，狭义基建增速超预期

基建资金来源项目	2023E 增速
1、公共财政支出	7%
2、土地出让金	-10%
3、专项债	20%
4、中长期贷款	7%
5、城投债净融资额	-10%
<b>基建投资额</b>	<b>10%</b>

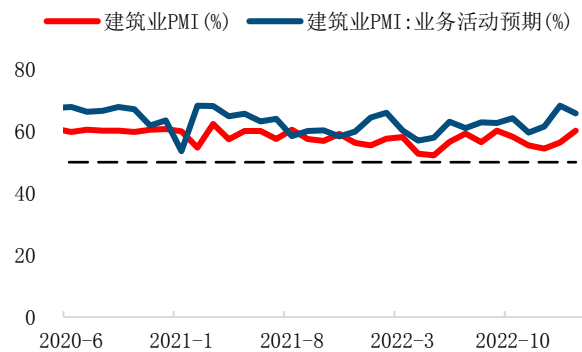
资料来源：中信建投证券

图 3:基建投资增速上行



数据来源: 国家统计局, 中信建投证券

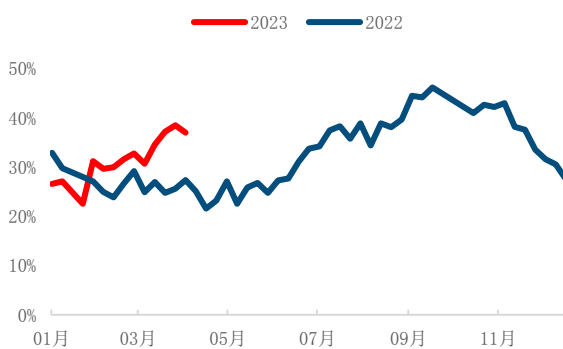
图 4:2 月建筑业 PMI 为 60.2, 业务活动预期指数为 65.8



数据来源: 国家统计局, 中信建投证券

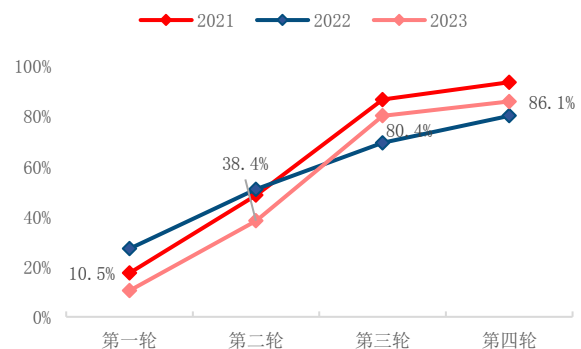
**项目资金逐步落地, 工程开复工情况良好。**一般来说, 基建项目需经历项目申报-发改委批复-融资-招标-施工阶段, 从专项债发行/银行借贷到正式开具有 3-6 个月的时间差, 尽管政策性金融债可用于成熟项目或给予专项债资金不到位的项目, 但从融资到施工仍不完全同步。2022 年新增专项债在 5-6 月密集发行, 政策性专项债在 9 月底前基本投放; 2023 年 1 月、2 月发行新增专项债合计超 7000 亿元, 有望在 5 月底前基本投放。据百年建筑网统计, 截至 2 月 21 日 (二月初二) 全国工程项目开复工率达 86.1%, 与去年农历同期相比提升 5.7 个百分点, 其中市政、基建项目开复工率分别达到 88.2%、87.3%, 除东北、西北等地区受天气影响暂未开复工, 其余地区开工率超 90%。

图 5:石油沥青开工率显示开复工强于去年同期



数据来源: wind, 中信建投证券

图 6:节后工程项目复工情况



数据来源: 百年建筑网, 中信建投证券

## 1.2 建筑行业集中度将进一步提升

从新签合同和营收两方面看，央企市占率逐年提升。我们分别计算七大央企营业收入、新签合同总额占国家统计局发布的建筑业总产值、新签合同额的比例，可以发现明显的行业集中趋势。新签合同作为收入的领先指标，2022 年集中度指标已经达 41%，领先营收集中度 17% 的百分点。以交建为例，其在手合同对营收的覆盖倍数为 3.24 倍，新签合同平均需 3-4 年转化为营收，考虑到建筑业小微承包商较多，这部分合同转化快、工期短，央企合同规模更大、转化更慢，谨慎假设营收集中度滞后新签合同集中度 5 年，2025 年七大央企营收占比也有望达到 41% 的水平。

图 7: 七大央企营收占建筑业比例上升至 24%

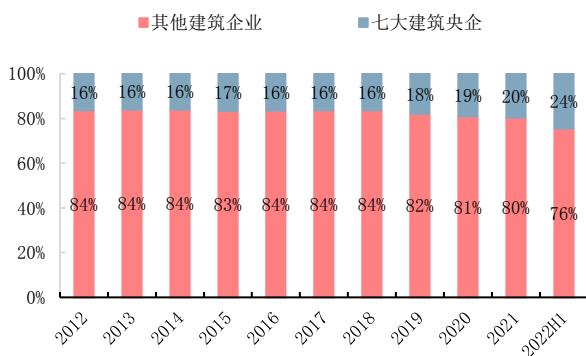
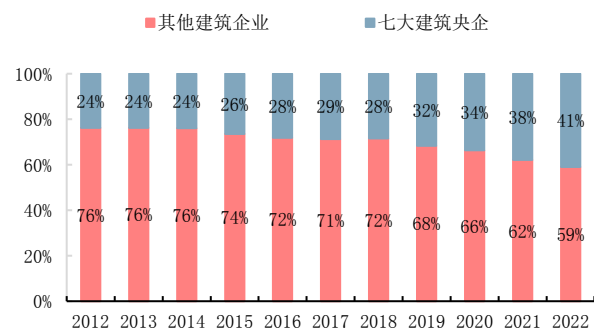


图 8: 七大央企新签合同占建筑业比例上升至 41%



数据来源：国家统计局，公司公告，中信建投证券

数据来源：国家统计局，公司公告，中信建投证券

注：七大央企指中国电建、中国建筑、中国中铁、中国铁建、中国交建、中国中冶、中国化学；中国能建合同数据不足。

**央企在技术、融资和协同方面具备优势。**和民营、地方建筑企业相比，建筑央企主要在以下方面具备明显优势：1) 技术积累丰厚。以交建为例，公司主要子公司由原交通运输部工程局改制而来，在道桥、港口建筑方面技术世界领先，先后负责苏通大桥、京沪高铁、洋山四期无人码头等旗舰工程，并作为主要力量参与港珠澳大桥建设。伴随我国基础设施向更高要求、更广覆盖度发展，央企的技术实力愈发凸显。2) 融资优势。以交建为例，公司 2022 年新发债券 24 只，公开市场融资 445 亿元，加权平均期限 1.6 年，加权平均利率仅为 2.44%，将信用优势转化为低资金成本优势。3) 管理与协同优势。以交建为例，一方面，公司持续推进原材料的集中采购，利用财务公司降低财务成本与费用，充分发挥规模优势；另一方面，公司可与兄弟公司绿城中国、振华重工，控股股东中交集团形成协同合作，进一步发挥央企优势。

图 9:代表性工程-上海洋山深水港区工程



数据来源：公司官网，中信建投证券

图 10:代表性工程-港珠澳大桥

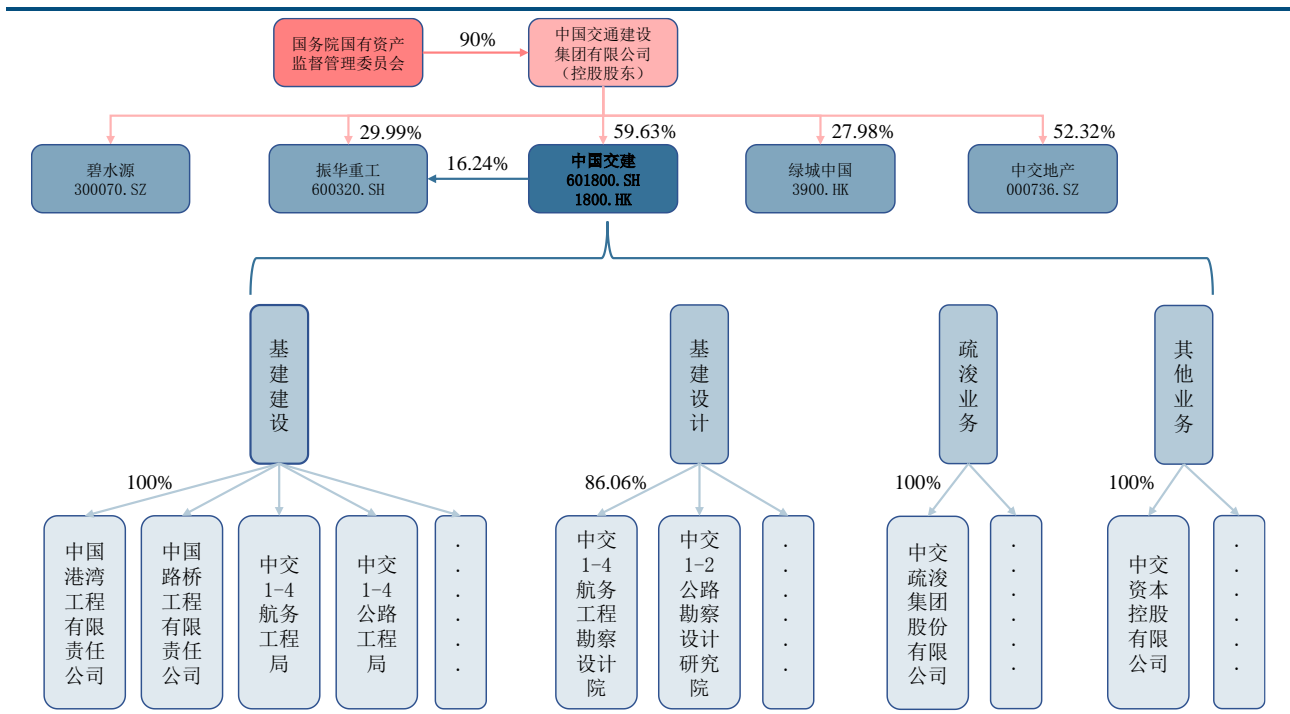


数据来源：公司官网，中信建投证券

### 1.3 公司基建业务占比高于同业，增长弹性充足

非主营业务逐步剥离，专注基础设施建设相关业务。作为中交集团旗下核心子公司，为减少集团内竞争，形成专业产业集团，中国交建出售、剥离了地产、装备制造和机场建设业务，基建建设业务占比显著提升。公司基建建设收入占比从 2013 年的 76.7% 提升 12.3 个百分点至 2022 年的 90.1%。

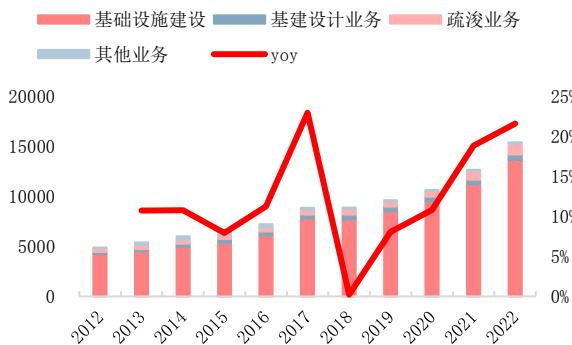
图 11: 公司股权架构



数据来源：公司公告，中信建投证券

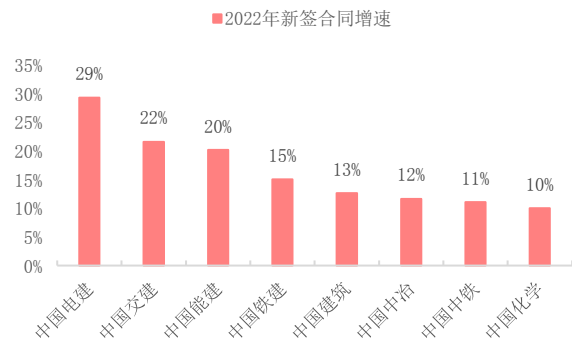
**2022 年新签合同增速位列建筑央企第二。**公司 2022 年新签合同 15423 亿元，同比增长 21.6%，完成年度计划的 109%，其中基建建设/基建设计/疏浚业务/其他业务新签合同金额分别为 13671/549/1067/136 亿元，同比增长 21.5%/23.3%/22.2%/27.0%。基建建设业务中，港口建设/道路桥梁/铁路建设/城市建设/境外工程新签合同 767/3579/449/6790/2086 亿元，同比增长 59.3%/15.1%/79.5%/27.6%/-0.3%，城市建设新签合同规模贡献最大且增速最快。和其他建筑央企相比，公司新签合同 21.6% 的增速仅次于中国电建，位列第二。

图 12: 公司历年新签合同情况



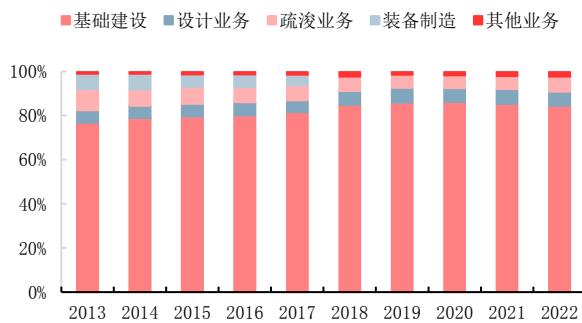
数据来源：公司公告，中信建投证券

图 13: 2022 年建筑央企新签合同增速



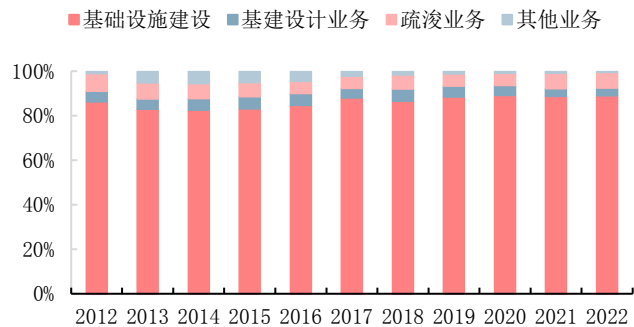
数据来源：公司公告，中信建投证券

图 14: 营业收入中，基建建设业务占比逐年提高



数据来源：公司公告，中信建投证券

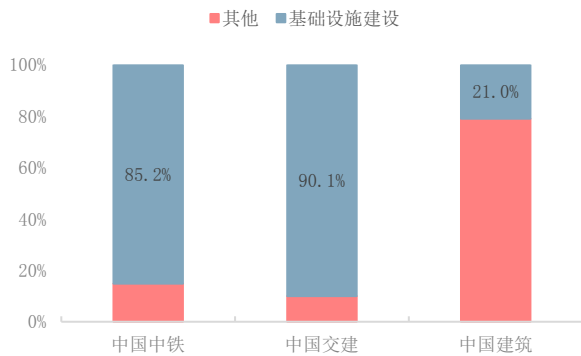
图 15: 2022 年新签合同结构中基建建设占比达 89%



数据来源：公司公告，中信建投证券

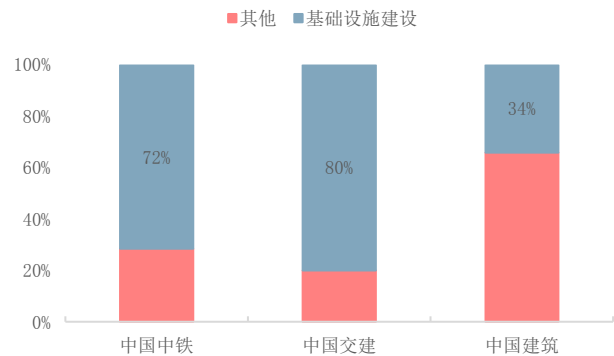
基建业务在营收和新签合同中占比显著高于其他央企，基建提速对业绩拉动作用明显。2022 年，中国交建来自基建建设的营收达 6327 亿元，占比 90%；基建建设业务毛利润 671 亿元，占公司毛利润的 80%；2022 年基建建设新签合同占总新签合同的 89%。和其他建筑央企相比，公司营收、毛利润和新签合同中基建行业占比均为最高。2022 年，公司基建业务毛利率 10.6%，仅低于中国建筑 0.3 个百分点；整体毛利率为 11.7%，仅次于中国电建，是受益基建稳增长的优质标的。

图 16:2022 年公司基建营收占比排名第一



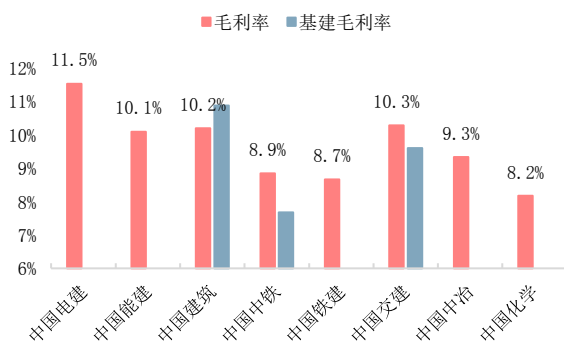
数据来源：公司公告，中信建投证券

图 17:2022 年公司基建利润占比排名第一



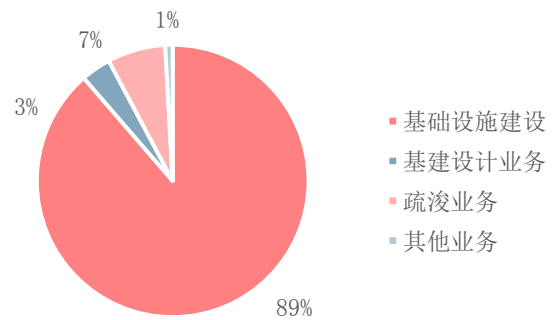
数据来源：公司公告，中信建投证券

图 18:公司毛利率在建筑央企中位列第二（2022H1）



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 19:2022 年新签合同中基建建设业务占比达 89%



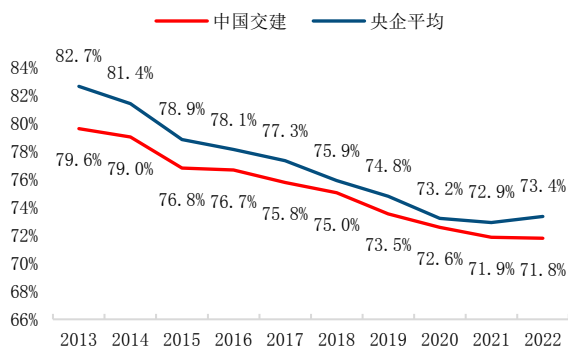
数据来源：公司公告，中信建投证券

## 二、深化国企改革提质增效，海外拓展有望再起航

### 2.1 深化国企改革提质增效，重组上市推动设计业务价值发现

央企考核指标调整为“一利五率”，引导建筑央企经营提质增效，公司 2022 年经营性现金流净额实现回正。2023 年 1 月国资委将央企考核指标从“两利四率”调整为“一利五率”，新增营业现金比率和 ROE 两项指标，更加关注央企的经营质量和盈利能力，引导央企经营质量提升。对于建筑央企而言：（1）对资产负债率的考核从控制在 65% 以内调整为稳定，放宽硬性约束，放松了资金密集型的建筑央企的资金约束；（2）新增营业现金比率指标，2021 年八大央企该比例平均仅为 0.9%，随着考核指标的明确，各大央企的现金流将显著回升；（3）新增 ROE 比率，对建筑央企净利率、总资产周转率和资产负债率均提出一定要求，将促使整体经营质量改善。2022 年，公司通过增加现汇项目规模、加强应收应付款项管理等措施，实现经营性现金流净额回正，为 4.4 亿元，未来随着国资委考核指标体系导向转变，公司经营质量有望进一步提升。

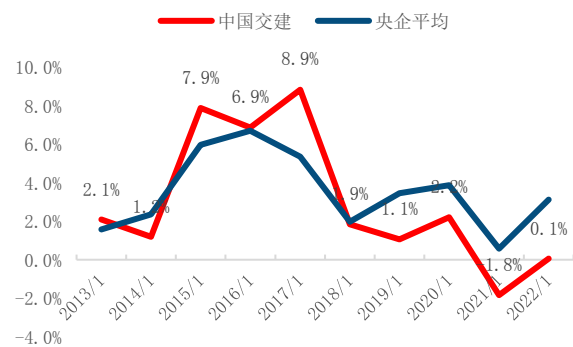
图 20:建筑央企资产负债率



数据来源：公司公告，中信建投证券

不含中国建筑、中国电建

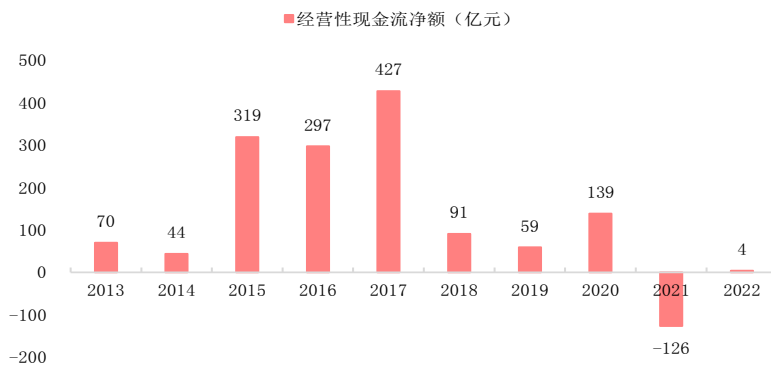
图 21:建筑央企营业现金比例



数据来源：国资委，公司公告，中信建投证券

注：营业现金比例=经营活动现金流净额/营业收入

图 22:2022 年公司经营性现金流实现回正



数据来源：公司公告，中信建投证券

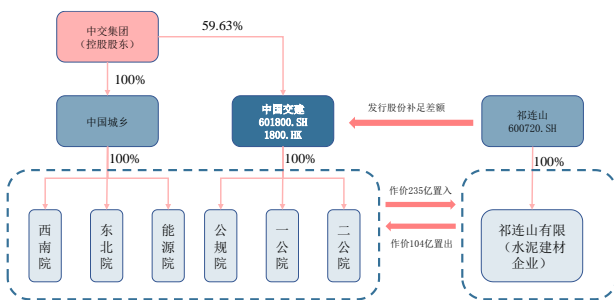
**推出股权激励计划激发公司活力。**公司于 2022 年 12 月公告股权激励计划，计划向不超过 668 名员工授予 1.17 亿股股权，约占公司 A 股普通股总额的 1.00%，授予对象中 3 名为高管，其余均为中层管理人员和核心骨干员工，首次授予价格为 5.33 元/股，折价 40%。股权激励业绩限售解锁条件考核 2023-2025 年业绩，重点关注净利润增速和 ROE 水平，与国资委关注的央企经营质量和盈利水平相匹配。长周期、广范围的股权激励计划激发公司活力，为提质增效、做强做优打下坚实基础。

**表 2:2022 年公司股权激励计划限售解锁条件**

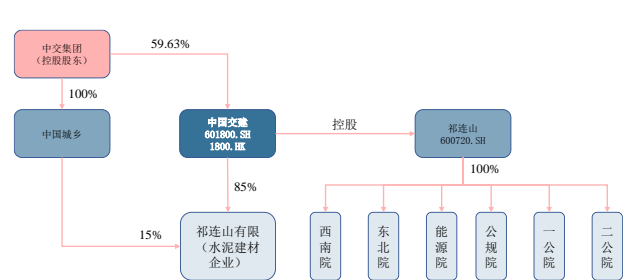
考核年度	净利润(亿元)	CAGR (2021 年为基期)	ROE	其他
2021	179.9	--	7.6%	--
2023	209.9	8.0%	7.7%	净利润与加权 ROE 不低于对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平，完成国资委经济增加值(EVA)考核目标
2024	227.7	8.5%	7.9%	净利润与加权 ROE 不低于对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平，完成国资委经济增加值(EVA)考核目标
2025	248.2	9.0%	8.2%	净利润与加权 ROE 不低于对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平，完成国资委经济增加值(EVA)考核目标

资料来源：公司公告，中信建投证券

**分拆三家设计院上市实现价值重估。**公司分拆了旗下公规院、一公院、二公院，和中国城乡下属的西南院、东北院、能源院一同注入上市公司祁连山，重组完成后，公司持有原祁连山水泥 85% 股权，成为六家设计院的控股股东。公司作为建筑央企，组建中交设计咨询专业平台有助于专注设计板块，增强设计板块的可持续发展能力和经营业绩水平；同时 2021 年三个设计院营收合计 116 亿元，归母净利润 13 亿元，分别占公司 2021 年营收和净利润的 1.7% 和 5.6%，分拆上市有益于对公司设计资产实现重估，从交建的 7.2X 提升至 10.8X（以设计总院为参考，公告日）。公司所持有的股权价值有望进一步提升，股权流动性将进一步改善，进一步拓宽融资渠道，为未来再融资及股权多元化奠定基础，扩大公司股权融资规模，放大国有资本功能，降低公司整体杠杆率。

**图 23:本次重组交易结构**

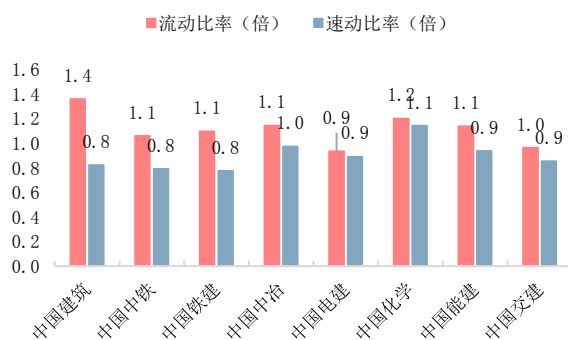
数据来源：公司公告，中信建投证券

**图 24:重组完成后股权结构**

数据来源：公司公告，中信建投证券

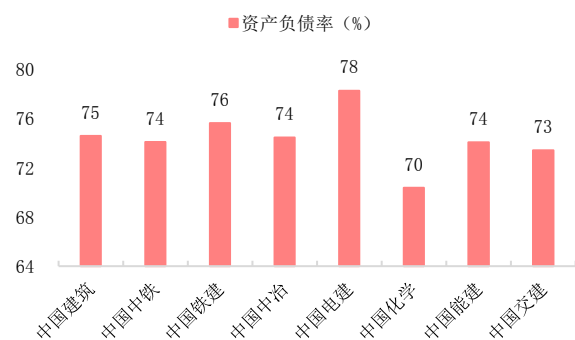
拟发行 3 亿股优先股募资 300 亿元，引入长期资本，为公司高质量发展注入动力。公司于 2023 年 1 月公告拟发行 3 亿股优先股用于补充流动资金，净融资额 300 亿元，其中首期融资不低于 150 亿元。在深化国企改革背景下，公司通过优先股融资可以改善资本结构、多元化融资方式、助力主业发展：1、国资委政策鼓励央企控股上市公司兼顾发展需要和市场状况开展股权或债务融资，改善资本结构，提高直接融资比重，公司通过发行优先股引入长期资本，促进执行长期健康发展战略，提高抗风险能力；2、建筑行业整体资产负债率偏高，公司流动比率和速动比率低于建筑央企平均水平，流动资金略显不足，300 亿资金注入为基建业务拓展注入活力，本次发行完成后，以 2022 年上半年为基准，注入 300 亿优先股资金后，公司资产负债率可以下降 1.4 个百分点至 72.0%，流动比率、速动比率分别上升至 1.0、0.9。

图 25:公司 2022H1 流动比率、速动比率偏低



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 26:公司资产负债率较低，但整体仍超 70%

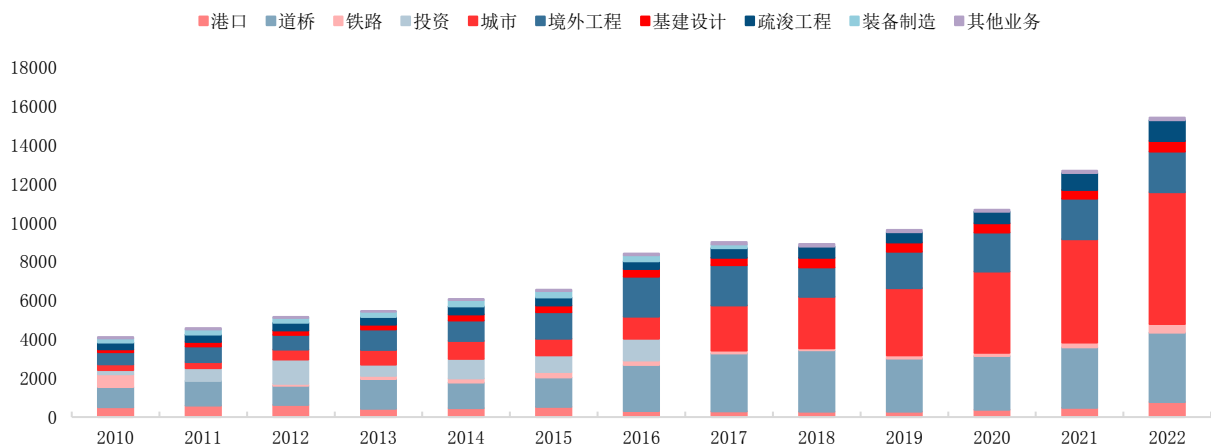


数据来源：公司公告，中信建投证券

## 2.2 巩固交通基建龙头地位，城市建设引领规模增长

**维持港口、道桥和疏浚业务优势地位，市政建设引领规模增长。**将基建建设拆分为港口、道路与桥梁建设、铁路、城市建设与境外工程五大板块，2022 年公司新签合同总额中，港口建设、道路与桥梁、铁路建设、城市建设、境外工程、基建设计、疏浚分别占总合同金额的 5%、23%、3%、44%、14%、4%、7%。2010-2022 年公司新签合同年均复合增长率达 11.6%。其中，港口、道桥和疏浚业务作为公司传统优势业务，2010-2022 年新签合同金额年复合增长率分别为 3.6%、10.8% 和 9.9%；城市建设业务新签合同则从 2010 年 290 亿规模增长至 2022 年 6790 亿规模，年复合增长率达 30.1%，引领新签合同及营收规模增长；2022 年，公司铁路合同出现快速增长，新签合同 449 亿元，同比增长 79%。

图 27:道桥与城市建设引领公司新签合同金额增长（亿元）



数据来源：公司公告，中信建投证券

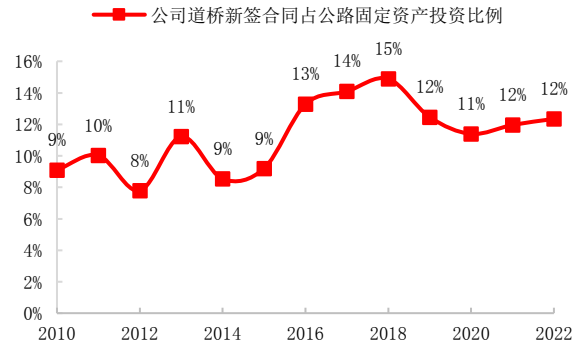
**交通基础设施建设投资强度具备延续性，未来合同及营收可保障。**对比“十三五”、“十四五”规划核心指标，我们发现 2021-2025 交通投资强度仍将保持在较高的水平，其中，铁路、高速铁路、公路、高速公路年均投产公里数分别需达到 3575、2458、54825 和 7750 公里，和 2021 年相比，分别为 2021 年投产公里数的 83%、113%、66% 和 96%，其中除普通公路投资明显放缓外，高价值量工程投资强度不减。公司作为港口、公路与桥梁领域龙头建设企业，2022 年新签合同金额 3579 亿元，预估占全年公路固定资产投资的 12%，2010-2022 年占比从低于 10% 逐步提升至 12%。在公路投资增速回升至 6% 以上区间、行业集中度提升的情况下，未来新签合同及营收保障较为充分。

图 28:公路固定资产投资强度较高



数据来源：交通运输部，中信建投证券

图 29:公司道桥新签合同占行业投资额 12%



数据来源：交通运输部，公司公告，中信建投证券

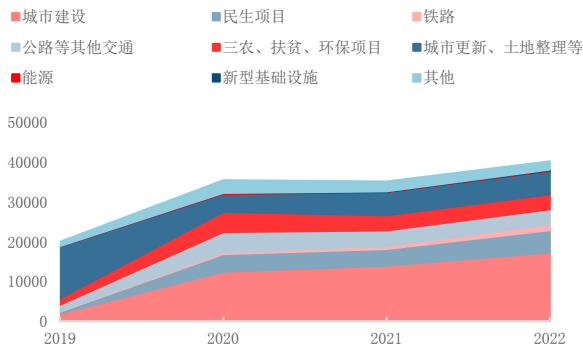
表 3:“十三五”、“十四五”交通规划部分指标对照

部分规划指标	2015	十三五增量	2020	2021	十四五增量	2025 目标值
铁路营业里程（万公里）	12.1	+2.5	14.6	15.1	+1.9	16.5
其中：高速铁路营业里程（万公里）	1.9	+1.9	3.8	4	+1.2	5
公路通车里程（万公里）	458	+61.8	519.8	528.1	+30.2	550
其中：高速公路建成里程（万公里）	12.4	+3.7	16.1	16.9	+2.9	19
内河高等级航道里程（万公里）	1.36	+0.3	1.61	--	+0.2	1.85
城市轨道交通运营里程（公里）	3300	+3300	6600	8708	+3400	10000

资料来源：国务院，国家统计局，中信建投证券

“十四五”期间城市建设投资强度上升，城市建设合同提升带动总合同规模增长。“十四五”期间，我国城市基础设施投资将达到全社会固定资产投资的 8% 以上，对地下管网、能源、交通等重点领域基础设施进行较大范围升级。从 2019-2022 年专项债资金来看，城市建设投资强度在不断增强，从 2019 年的 1927 亿上升至 2022 年的 17271 亿，占全年专项债投资金额比例从 10% 提升至 43%，2022 年撬动总投资高达 15 万亿（专项债投向城市建设项目合计投资额）。城市建设是公司控股股东中交集团的转型重点，正和兄弟公司绿城中国等一同从“建设项目”向“建设城市、运营城市、发展城市”转型。2010-2022 年新签合同复合增长率高达 30.1%，占当年新签合同比例从 7% 提升至 44%。

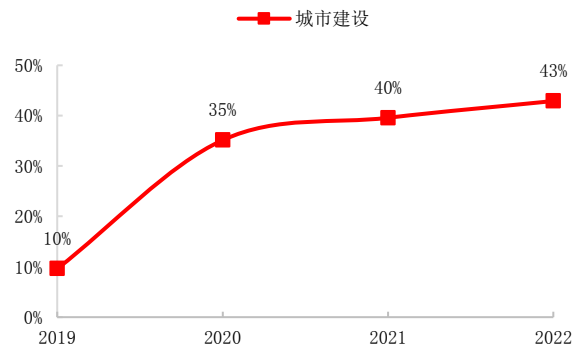
图 30:新增专项债资金投向（亿元）



数据来源：企业预警通，中信建投证券

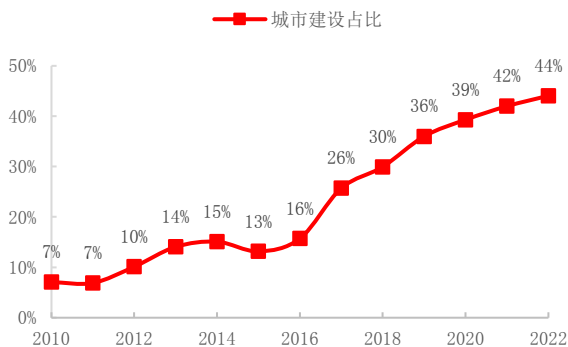
注：本图统计金额为专项债项目投资总额；城市建设含城市与园区基础设施、轨道交通、污水处理、文化旅游等项目类型。

图 31:专项债资金投向中城市建设占比达 43%



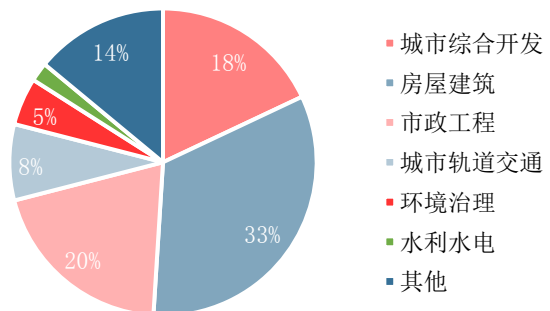
数据来源：企业预警通，中信建投证券

图 32:新签合同金额中城市业务占比逐步提升



数据来源：公司公告，中信建投证券

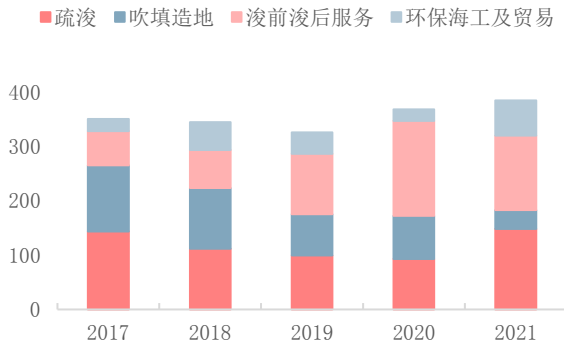
图 33:2022 年城市建设业务新签合同金额拆分



数据来源：公司公告，中信建投证券

**疏浚业务壁垒较高，生态环保和海风建设带来增量空间。**公司疏浚业务板块历史悠久，最早可追溯至 1897、1905 年成立的天津和上海航道局，目前是中国乃至世界规模最大的疏浚企业。疏浚业务整体业务壁垒较高，疏浚船只效能决定业务水平，公司正淘汰部分老旧低效的落后船舶，维持世界最大的疏浚船队。从分项营收来看，中交疏浚业务中，受围海造陆监管较严的影响，吹填造地相对低迷，但生态环境整治等环保业务带来增量，2021 年环保及贸易业务营收 64 亿元，同比增长 205%，和 2019 年相比增长 63%。公司二级控股子公司中交三航局在海风建设业务上具备技术和经验优势。2008 年中交三航局就承建国内第一个海上风电场——东海风电一期，目前承建了国内超过半数的海上风电场，为疏浚业务板块带来增量空间。

图 34:吹填造池收入下降，环保业务带来增量（亿元）



数据来源：中交疏浚公告，中信建投证券

图 35:公司承建的亚洲首座海上风电场-东海风电一期

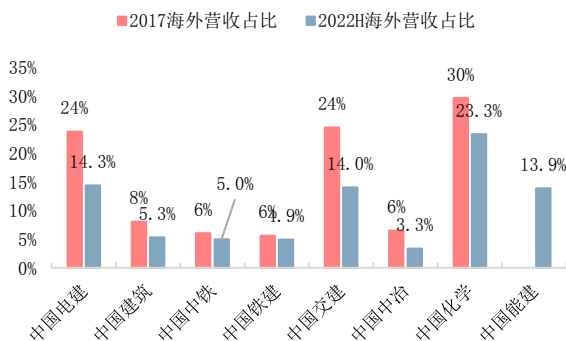


数据来源：公司官网，中信建投证券

## 2.3 业务国际化优势显著，海外拓展有望再起航

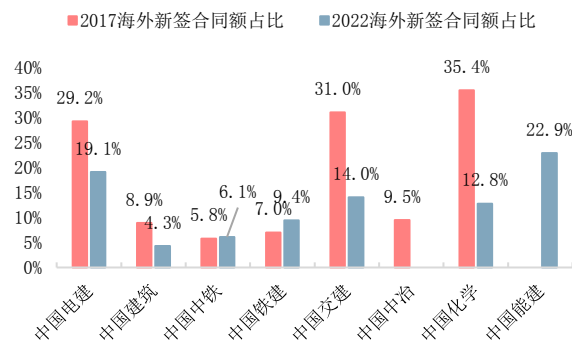
公司海外工程营收和新签合同额占比均领先于基建类央企。2022 年上半年公司海外营收占比达 14.0%，在建筑央企中次于中国化学、中国电建，高于其他基建类央企，2022 年全年海外营收 987 亿元，占比 13.7%；新签合同方面，公司 2022 年海外新签合同额达到 2168 亿元（约合 336 亿美元），同比增长 0.37%，占比达到 14%，在建筑央企中仅次于中国能建、中国电建，远高于同类基建央企。

图 36:建筑央企海外营收占比



数据来源：公司公告，中信建投证券

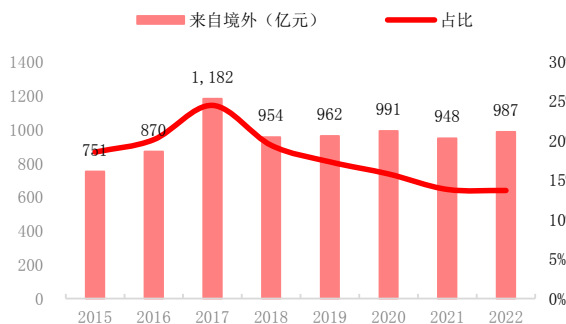
图 37:建筑央企海外新签合同额占比



数据来源：公司公告，中信建投证券

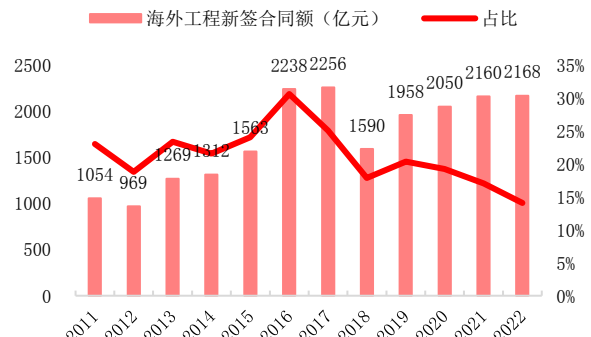
公司是建筑央企出海代表性企业，“一带一路”十周年之际海外工程业务有望重新起势。公司持有“中国港湾”和“中国路桥”等海外工程品牌，是最早出海进行国际工程承包的四家央企之一，在 2017 年之前均保持高速增长，2017 年公司海外工程营收达到峰值，为 1182 亿元，占比达 24.5%，在 2018-2021 年均保持逐年 900-1000 亿的营收规模。后因海外需求回落和疫情影响等因素，海外工程规模稳定，国内工程迅猛增长，海外营收占比回落至 2022 年的 13.7%。2023 年是“一带一路”十周年，预计今年将在中国召开第三届“一带一路”国际合作高峰论坛，考虑到今年企业出海更加便利，公司作为央企出海代表性企业，海外工程业务有望重新起势。

图 38:海外工程营收占比下降



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 39:海外工程新签合同额规模稳定，占比下降



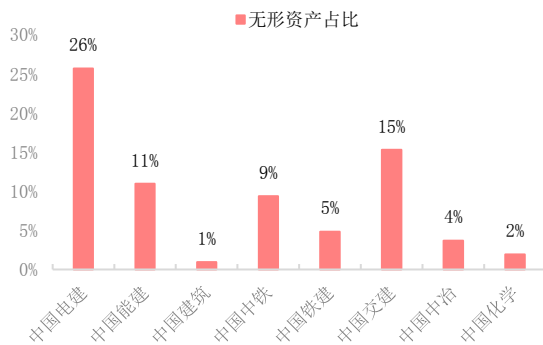
数据来源：公司公告，中信建投证券

## 三、持有运营类资产丰厚，通过 REITs 实现价值重估

### 3.1 持有运营类资产丰厚，可通过 REITs 实现价值重估

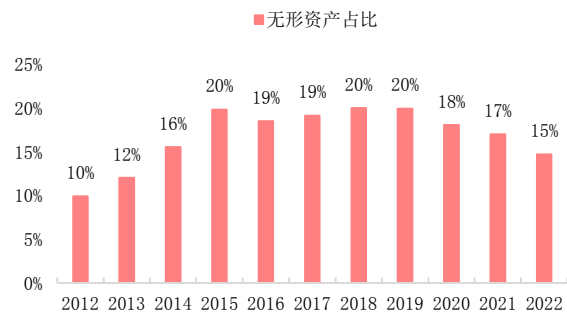
持有特许经营权资产 2234 亿元，进入运营期的项目 33 个。截至 2022 年底，公司公告列示持有特许经营权资产 2234 亿元，占总资产的 15%。公司在 2014-2015 年间开始进行基础设施投资运营，截至 2022 年底，公司投资的合计 33 个控股项目、29 个参股项目进入运营期，全年运营收入 70.7 亿元，净亏损 19.5 亿元。考虑到公司持有的 33 个项目中，30 个项目为交通基础设施（不含嘉通高速），具有运营初期折旧摊销压力大、客流量处于爬坡初期的问题，未来 BOT 类项目盈利能力将显著增强。

图 40:2022H1 公司无形资产（含特许经营权）占比高



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 41:无形资产占比从 10%提升至 15%



数据来源：公司公告，中信建投证券

根据 958 号文中列示的基础设施 REITs 试点项目条件，REITs 项目运营时间需超过三年且经营性现金流为正（或盈利），未来三年预期净现金分派率不低于 4%。高速公路类资产通常经营成本中折旧和摊销占比超 50%，经营性现金流条件易满足，但在运营前期，因易具有较长时期的客流爬坡期，盈利能力较弱。以嘉通高速为例，2021 年 1-9 月净利润为-276 万元，2022 年 2-4 季度受疫情影响下仍实现可分配金额 2.51 亿元，盈利爬坡较快。客流量方面，嘉通高速预估 2021-2030 年交通量复合增长率超过 6%，2030-2035 年、2035-2040 年仍将保持 5.8% 和 4.3% 的年均复合增长率，且在 2022 年 12 月 9 日之后客流量有明显好转，随着疫情放开、经济进入复苏通道，全国范围内公路客流量将稳步增长，公司持有的高速公路资产将逐步达到发行条件。

表 4:已进入运营期的高速公路资产情况（截至 2022 年底）

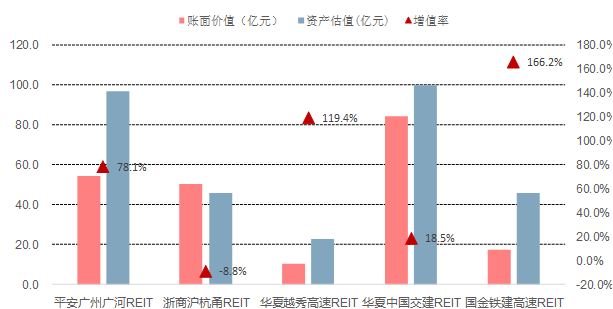
序号	项目名称	累计投资金额(亿元)	2021年运营收入(亿元)	收费期限(年)	已收费期限(年)	估算资产价值(亿元)	2022年预估现金分派 <sup>1</sup>
1	广东省佛山广明高速公路	51.3	5.35	25	13.5	23.6	22.7%
2	贵州省贵都高速公路	74.2	4.52	30	11.8	45.0	10.0%
3	贵州省江瓮高速公路	142.6	7.82	30	7	109.3	7.2%
4	牙买加南北高速公路	50.5	2.97	50	7	43.4	6.8%
5	首都地区环线高速公路通州至大兴段项目	54.9	3.03	25	4.5	45.0	6.7%
6	陕西省榆佳高速公路	61.3	2.74	30	9	42.9	6.4%
7	重庆丰涪高速公路	59.7	2.59	30	9	41.8	6.2%
8	湖北省武汉沌口长江大桥项目	48.6	2.23	30	5	40.5	5.5%
9	贵州省贵黔高速公路	91.9	3.81	30	6	73.5	5.2%
10	云南省新嵩昆、宜曲、蒙文砚高速公路	273.4	10.83	30	5	227.9	4.8%
11	湖北省咸通高速公路	31.3	1	30	9	21.9	4.6%
13	重庆丰石高速公路	55.9	1.38	30	9	39.1	3.5%
12	贵州省道瓮高速公路	265.9	6.59	30	7	203.8	3.2%
14	肯尼亚内罗毕快速路BOT项目	39.9	0.94	27	1	38.4	2.4%
15	贵州省沿德高速公路	75.3	1.14	30	7	57.7	2.0%
16	重庆永江高速公路	60.2	0.73	30	8	44.1	1.7%
17	福建省泉厦漳城市联盟路泉州段项目	50.1	0.71	24	2	45.9	1.5%
18	柬埔寨金边-西哈努克港高速公路项目	116.5	0.31	50	0.2	116.0	0.3%
19	其他	254.1	12	-	-	-	-

资料来源：公司公告，中信建投证券

注：假设项目可供分配现金流占营业收入 94.4%，与华夏中国交建 REIT 三季报一致

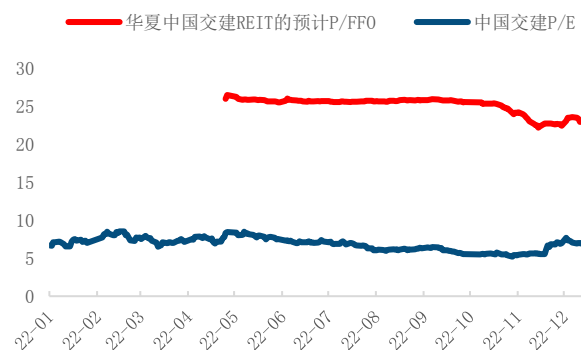
通过发行 REITs 可实现对项目资产和公司资产的价值重估。公司发行的华夏中国交建 REIT 底层资产嘉通高速账面价值 84.26 亿元，评估价 98.3 亿元，评估增值率 17.61%。高速公路资产多以投资成本计算账面价值，发行 REITs 可以实现对特许经营权的市场化定价，从已发行的 5 支高速公路业态 REITs 来看，平均评估增值率为 74.7%。对于中国交建这类持有同类资产的原始权益人而言，可以一次性获取投资收益 22 亿元，并引起市场对持有的剩余高速公路资产进行价值重估。以华夏中国交建 REIT 为例，其发行时 P/FFO（2022E）为 25.5X，中国交建的 PE 估值为 8.2X，两者之间相差 17.3 倍，全年平均差值达 18.4X。公司目前持有的运营期项目中，利润率高于 6%、4% 的项目预估账面价值分别为 388.0 亿、346.2 亿元，假设增值率 15%，分别可带来 58.2、41.9 亿元投资收益。

图 42:高速公路 REIT 多为估值溢价



数据来源：各 REITs 招募说明书，中信建投证券

图 43:2022 年全年 REIT 与原始权益人估值差异达 18.4X



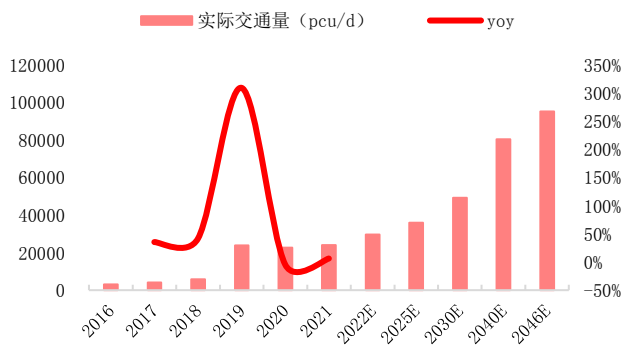
数据来源：wind，中信建投证券

通过 REITs 释放沉淀资金，改善资产负债表的同时为未来项目提供资本金。公司通过发行 REITs 出售资产，可以释放沉淀资金，改善资产负债表。2022 年，公司通过发行华夏中国交建 REIT，共募集资金 93.99 亿元，扣除原始权益人 20% 战略配售部分，回收现金 75.19 亿元，在改善资产负债表的同时，还可将沉淀资金回收，用以进行新一轮的投资。我们按照 25% 的资本金比例计算，回收的 75 亿元资金可撬动 300 亿新项目投资，未来伴随 REITs 发行、扩募加速，公司可以实现投融退全流程。

### 3.2 方兴未艾，首单高速公路 REIT 成功发行

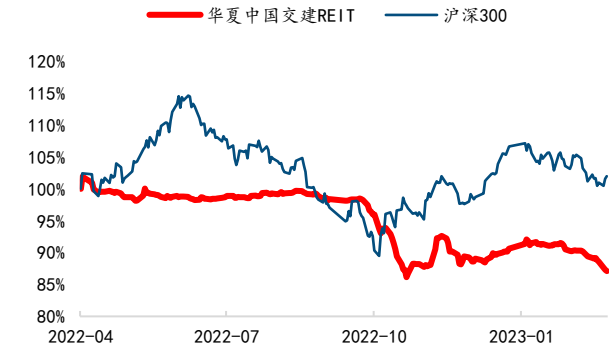
公司于 2022 年 4 月成功发行华夏中国交建高速 REIT，总募集金额 93.99 亿元。该项目底层资产为武深高速嘉鱼指通城段及其附属设施（以下简称“嘉通高速”），项目全长 91 公里，于 2016 年 8 月全线通车，特许经营权收费期 30 年，截至 4 月 28 日上市已运行 6.2 年。嘉通高速原账面价值 83.6 亿，采用收益法评估价值 98.3 亿元，评估增值 17.61%，上市募资增值 12.4%，除去自持 20% 的份额，在不计算发行税费和发行费用的情况下，公司成功募集资金 74.98 亿元。

图 44: 嘉通高速交通量变动与预测情况



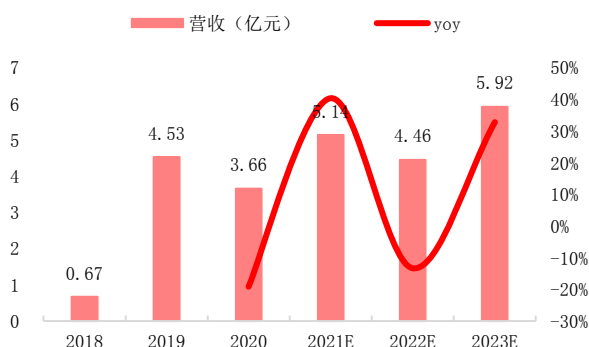
数据来源：华夏中国交建 REIT 招募说明书，中信建投证券

图 45: 华夏中国交建 REIT 上市后走势



数据来源：wind，中信建投证券

图 46: 嘉通高速营收趋势（含预测值）

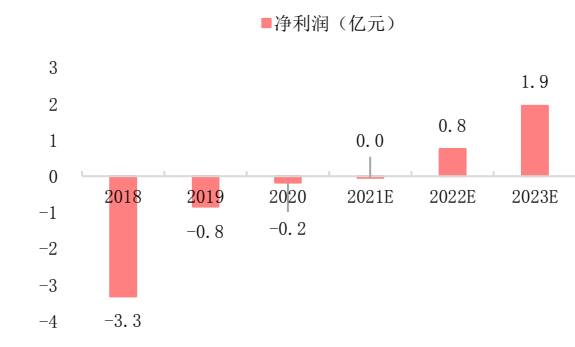


数据来源：华夏中国交建 REIT 招募说明书，中信建投证券

注：2021 年营收与净利润根据 2021 年 1-9 月报表估计

2022 年营收与净利润根据 2022 年年报估计（4 月 13 日-12 月 31 日）

图 47: 嘉通高速净利润趋势（含预测值）



数据来源：华夏中国交建 REIT 招募说明书，中信建投证券

## 四、盈利预测和投资建议

### 4.1 盈利预测：预计 2023-2025 年 EPS 分别为 1.35/1.51/1.66 元

我们预测 2023-2025 年公司归母净利润分别为 218/244/269 亿元，对应 EPS 分别为 1.35/1.51/1.66 元，2022-2024 年公司归母净资产分别为 3009/3222/3456 亿元，对应 BPS 分别为 16.27/17.58/19.03 元。我们对公司 2023-2025 年盈利预测做如下主要假设：

- 1) 考虑到境内基建工程资金来源充沛，海外工程扩张再起航，我们预计公司 2023-2025 年的基建建设业务新签合同增速为 20%/11%/9%，其中境外工程新签合同增速为 25%/20%/15%；2023/2024/2025 年设计业务新签合同增速为 10%/5%/5%，疏浚业务新签合同增速为 15%/10%/10%。
- 2) 2019-2022 年，公司新签合同增速分别为 8%/11%/19%/22%，在手合同充沛，受基建投资提速、施工进度加快等因素影响，我们预计公司 2023~2025 年的营收增速为 19%/10%/9%。
- 3) 2022 年公司毛利率出现下降，2023 年起由于基建建设加速、降费增效取得进展等因素，毛利率取得改善，我们预计 2022-2024 年公司毛利率分别为 12.3%/12.2%/12.2%。
- 4) 公司成本管控效果显著，我们预计公司 2022-2024 年管理费用率、销售费用率合计分别为 2.8%/2.8%/2.7%。
- 5) 假设 2022~2024 年综合所得税率维持在 20%，少数股东损益占净利润比重维持在 23%。

**表 5:分部收入和毛利率预测**

	2022	2023E	2024E	2025E
新签合同(亿元)	15423	18377	20254	22056
基建建设(亿元)	13673	16411	18135	19770
设计业务(亿元)	549	604	634	666
疏浚业务(亿元)	1067	1227	1349	1484
其他(亿元)	136	136	136	136
营业收入增速	5.1%	12.9%	11.9%	9.1%
毛利率	11.6%	12.3%	12.2%	12.2%

资料来源：公司公告，中信建投证券

## 4.2 投资建议：首次覆盖给予“买入”评级，目标价 18.11 元

首次覆盖给予买入评级，目标价 18.11 元。公司在手合同充沛，基建业务占比显著高于行业内其他公司，有望充分受益于基建“稳增长”政策，同时随着“一带一路”建设取得新进展，海外工程有望高增。我们选取了 A 股上市的中国中铁、中国铁建、中工国际等 5 家建筑公司作为可比公司，到 2022 年末可比公司对应平均 PB 估值 1.2x。我们给予中国交建 1.2xPB 的估值水平，目标价 18.11 元，给予买入评级。

表 6:可比公司估值（截至 2023 年 4 月 14 日收盘）

公司名称	公司代码	股价（元）	市值（亿元）	归母净利润			BPS（元）	PB
				2022	2023E	2024E	MRQ	MRQ
中国中铁	601390.SH	8.38	1,922	3,012	3,247	3,593	10.33	0.8
中国铁建	601186.SH	10.39	1,306	2,905	3,140	3,427	16.98	0.6
中国建筑	601668.SH	6.49	2,722	3,908	4,444	5,052	8.62	0.8
中材国际	600970.SH	13.23	350	146	186	212	6.70	2.4
中工国际	002051.SZ	12.50	155	110	114	120	8.86	1.4
可比公司均值								<b>1.2</b>
中国交建	601800.SH	12.05	1,612	2,820	3,009	3,222	15.09	0.8

资料来源：公司公告，wind，中信建投证券

注：中国建筑、中工国际 2022 年归母净利润为预测值

## 风险分析

- 1、 2022 年以来国际形势动荡，政治局势变化对建筑央企的海外拓展、施工造成不利影响。
- 2、 房地产市场持续低迷可能对建筑企业造成多方面不利影响。房地产对建筑企业的影响主要体现在：
  - 1) 当前土地市场低迷，地方政府土地出让收入较大幅度下滑，对基建资金来源造成不利影响；我们假设 2023/2024 年公司城市建设领域新签合同增速受此影响下滑至 10%/5%（原假设为 20%/15%），则公司新签合同增速则可能下滑至 19%/9%，影响较大。
  - 2) 2022 年我国商品住宅成交金额 13.33 万亿元，较 2021 年下降 26.7%，房地产行业下行影响了房建企业的新增合同，公司存在少量房建合同，可能受此影响；
- 3、 新业务拓展可能不及预期。部分传统建筑企业布局新能源、矿产及新材料等建筑以外的新领域，但这些领域有的较为依赖政府资源及自身专业实力，有的存在地缘政治风险，可能存在拓展失败或造成经营损失的风险。
- 4、 公司在全国范围内持有较多特许经营权类资产，受地方经济发展情况、竞争性交通方式（高铁、飞机等）和同向新建高速影响较大，如公司持有的通行量不及预期，高速公路板块的估值可能受到影响。

## 报表预测

## 资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>567,344.8</b>	<b>616,263.3</b>	<b>770,810.9</b>	<b>862,522.7</b>	<b>940,607.8</b>
现金	104,575.6	112,818.7	203,270.2	227,481.8	248,107.2
应收票据及应收账款	231,931.6	259,559.9	293,003.9	327,903.7	357,634.2
其他应收款	51,793.21	45,479.35	51,339.31	57,454.35	62,663.64
预付账款	21,097.51	28,807.98	32,519.86	36,393.31	39,693.03
存货	73,063.89	78,262.89	87,743.15	98,250.20	107,158.3
其他流动资产	84,882.99	91,334.39	102,934.4	115,039.3	125,351.3
<b>非流动资产</b>	<b>823,492.2</b>	<b>895,086.7</b>	<b>953,282.0</b>	<b>1,015,849</b>	<b>1,077,998.</b>
长期投资	85,326.02	99,304.05	99,050.37	98,796.68	98,543.00
固定资产	52,038.64	52,792.01	60,141.22	76,870.31	103,131.1
无形资产	236,634.9	227,522.0	219,985.0	212,446.4	204,906.2
其他非流动资产	449,492.6	515,468.6	574,105.4	627,736.3	671,418.0
<b>资产总计</b>	<b>1,390,837</b>	<b>1,511,350</b>	<b>1,724,092.</b>	<b>1,878,372</b>	<b>2,018,606.</b>
<b>流动负债</b>	<b>599,156.0</b>	<b>661,352.9</b>	<b>786,683.0</b>	<b>899,198.5</b>	<b>998,813.8</b>
短期借款	34,539.60	36,029.24	85,467.58	114,195.0	142,636.0
应付票据及应付账款	317,256.4	350,944.5	393,455.6	440,571.1	480,517.0
其他流动负债	247,360.0	274,379.1	307,759.8	344,432.3	375,660.8
<b>非流动负债</b>	<b>400,326.8</b>	<b>423,821.0</b>	<b>491,547.7</b>	<b>511,917.7</b>	<b>528,316.1</b>
长期借款	351,843.5	372,337.0	439,650.5	459,589.4	475,620.5
其他非流动负债	48,483.39	51,483.99	51,897.15	52,328.28	52,695.56
<b>负债合计</b>	<b>999,482.9</b>	<b>1,085,173</b>	<b>1,278,230.</b>	<b>1,411,116</b>	<b>1,527,129.</b>
少数股东权益	131,006.4	144,198.0	150,637.5	157,854.6	165,797.6
股本	16,165.71	16,165.71	16,165.71	16,165.71	16,165.71
资本公积	33,859.19	37,923.04	37,923.04	37,923.04	37,923.04
留存收益	210,322.8	227,889.3	246,860.7	268,123.1	291,524.1
归属母公司股东权益	260,347.7	281,978.0	300,949.5	322,211.9	345,612.9
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,390,837</b>	<b>1,511,350</b>	<b>1,729,817.</b>	<b>1,891,182</b>	<b>2,038,540.</b>

## 现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-12,642.69</b>	<b>442.29</b>	<b>38,450.01</b>	<b>47,918.46</b>	<b>55,140.71</b>
净利润	23,496.31	24,745.30	28,245.76	31,656.66	34,840.73
折旧摊销	12,141.97	13,410.28	14,392.61	16,014.36	17,902.97
财务费用	6,144.47	-1,194.32	7,724.27	8,644.31	9,924.29
投资损失	-205.73	-1,331.48	-518.17	-518.17	-518.17
营运资金变动	27,992.26	51,423.75	11,795.72	16,287.74	13,714.66
其他经营现金流	-82,211.97	-86,611.24	-23,190.18	-24,166.44	-20,723.76
<b>投资活动现金流</b>	<b>-52,816.44</b>	<b>-46,679.42</b>	<b>-48,466.38</b>	<b>-53,466.38</b>	<b>-58,442.41</b>
资本支出	32,875.49	31,036.11	49,586.85	54,568.86	59,632.72
长期投资	-23,474.47	-22,448.80	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-62,217.46	-55,266.73	-98,053.23	-108,035.25	-118,075.13
<b>筹资活动现金流</b>	<b>42,203.45</b>	<b>52,859.88</b>	<b>100,467.89</b>	<b>29,759.49</b>	<b>23,927.09</b>
短期借款	-11,405.29	1,489.65	49,438.33	28,727.50	28,440.98
长期借款	32,583.90	20,493.58	67,313.49	19,938.86	16,031.15
其他筹资现金流	21,024.84	30,876.65	-16,283.93	-18,906.86	-20,545.04
<b>现金净增加额</b>	<b>-23,708.23</b>	<b>7,322.08</b>	<b>90,451.52</b>	<b>24,211.56</b>	<b>20,625.40</b>

资料来源: 公司公告, iFinD, 中信建投证券

## 利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>685,639.0</b>	<b>720,274.5</b>	<b>813,081.1</b>	<b>909,927.3</b>	<b>992,428.9</b>
营业成本	599,793.1	636,390.5	713,478.6	798,916.2	871,352.6
营业税金及附加	2,277.41	2,580.23	2,912.69	3,259.62	3,555.16
销售费用	1,450.42	1,997.83	1,707.47	1,819.85	1,984.86
管理费用	19,493.40	19,443.10	21,140.11	22,930.17	25,009.21
研发费用	22,587.00	23,396.26	24,392.43	27,297.82	29,772.87
财务费用	6,144.47	-1,194.32	7,724.27	8,644.31	9,924.29
资产减值损失	-757.55	-835.11	-813.08	-909.93	-893.19
信用减值损失	-6,382.33	-9,141.38	-8,130.81	-9,099.27	-8,931.86
其他收益	580.54	679.61	656.28	656.28	656.28
公允价值变动收益	178.98	-135.15	200.00	200.00	230.00
投资净收益	205.73	1,331.48	518.17	518.17	518.17
资产处置收益	770.75	1,384.27	1,077.51	1,077.51	1,077.51
<b>营业利润</b>	<b>28,489.26</b>	<b>30,944.67</b>	<b>35,233.53</b>	<b>39,502.12</b>	<b>43,486.85</b>
营业外收入	603.45	545.28	497.30	497.30	497.30
营业外支出	348.69	522.26	382.47	382.47	382.47
<b>利润总额</b>	<b>28,744.02</b>	<b>30,967.69</b>	<b>35,348.36</b>	<b>39,616.95</b>	<b>43,601.69</b>
所得税	5,247.72	6,222.38	7,102.60	7,960.29	8,760.95
<b>净利润</b>	<b>23,496.31</b>	<b>24,745.30</b>	<b>28,245.76</b>	<b>31,656.66</b>	<b>34,840.73</b>
少数股东损益	5,503.22	5,641.46	6,439.50	7,217.12	7,943.03
<b>归属母公司净利润</b>	<b>17,993.09</b>	<b>19,103.85</b>	<b>21,806.26</b>	<b>24,439.54</b>	<b>26,897.71</b>
EBITDA	47,030.47	43,183.64	57,465.24	64,275.62	71,428.94
EPS (元)	1.11	1.18	1.35	1.51	1.66

## 主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	9.25	5.05	12.88	11.91	9.07
营业利润(%)	12.24	8.62	13.86	12.12	10.09
归属于母公司净利润	11.03	6.17	14.15	12.08	10.06
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	12.52	11.65	12.25	12.20	12.20
净利率(%)	2.62	2.65	2.68	2.69	2.71
ROE(%)	6.91	6.77	7.25	7.58	7.78
ROIC(%)	4.47	3.28	4.47	4.65	4.80
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	71.86	71.80	74.14	75.12	75.65
净负债比率(%)	72.01	69.35	71.27	72.14	72.38
流动比率	0.95	0.93	0.98	0.96	0.94
速动比率	0.65	0.63	0.70	0.68	0.67
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.49	0.48	0.47	0.48	0.49
应收账款周转率	3.00	2.81	2.81	2.81	2.81
应付账款周转率	2.20	2.09	2.09	2.09	2.09
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.11	1.18	1.35	1.51	1.66
每股经营现金流(最新)	-0.78	0.03	2.38	2.96	3.41
每股净资产(最新摊薄)	14.00	15.09	16.27	17.58	19.03
<b>估值比率</b>					
P/E	10.83	10.20	8.93	7.97	7.24
P/B	0.86	0.80	0.74	0.69	0.63
EV/EBITDA	12.19	13.73	12.17	11.52	10.93

## 分析师介绍

### 竺劲

房地产和建筑行业首席分析师，北京大学国家发展研究院金融学硕士，专注于房地产、物业管理等行业研究，10 年证券从业经验。多次荣获最佳行业金牛分析师奖（房地产行业）、新财富最佳分析师（房地产行业）、机构投资者·财新资本市场分析师成就奖（房地产行业）、卖方分析师水晶球奖（房地产行业）等奖项。

### 尹欢科

房地产行业分析师，主要研究领域为房地产开发、物业管理、商业地产及地产转型领域。浙江大学金融学学士，复旦大学金融学硕士。2018/2020 年水晶球最佳行业分析师奖团队成员，2020 年金牛奖最佳行业分析团队（房地产），2020-2022 年新财富最佳分析师（房地产）入围团队成员。

## 研究助理

### 曹恒宇

caohengyu@csc.com.cn

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

## 中信建投证券研究发展部

北京  
东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B  
座 12 层  
电话：(8610) 8513-0588  
联系人：李祉瑶  
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
上海浦东新区浦东南路 528 号南  
塔 2103 室  
电话：(8621) 6882-1600  
联系人：翁起帆  
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
福田区福中三路与鹏程一路交  
汇处广电金融中心 35 楼  
电话：(86755) 8252-1369  
联系人：曹莹  
邮箱：caoying@csc.com.cn

## 中信建投（国际）

香港  
中环交易广场 2 期 18 楼  
电话：(852) 3465-5600  
联系人：刘泓麟  
邮箱：charleneliu@csci.hk