

祁连山 (600720)

证券研究报告

2022年06月13日

拟置入中交设计资产，重视预期差

拟重大资产重组，三赢方案，祁连山或蜕变重生

公司近期公告重大资产重组交易预案，拟置出上市公司全部资产，并与中交集团旗下六家设计院 100%股权中等值部分进行资产置换；资产差额部分拟通过发行股份进行购买（发行股份价格 10.62 元/股）；同时拟通过发行股份募集配套资金，发行数量及价格待定。资产重组若完成，祁连山主营业务将由水泥链产品生产及销售变更为设计服务，资产规模、利润体量及盈利能力稳定性或均有明显提升。本次交易方案对祁连山、中交集团、中建材集团为三赢，其中交易完成后祁连山将由区域建材产品生产企业变更为具备全国影响力的设计企业，成长前景或更优。

中交集团设计资产梳理：拟置入资产收入占比约 30%，近年延续较快增长

中交集团设计业务资产主要在上市公司中国交建（601800.SH/1800.HK）体内（西南院/东北院/能源院或为集团内中国交建外主要资产）。我们估计结果显示，中交集团设计资产收入（21 年）、净资产（21 年末）分别为 499 亿、276 亿，拟置入的六家设计院占比分别为 29%、51%。中交集团在我国较多细分基建设计领域有明显竞争优势，是中国最大的港口设计企业、是世界领先的公路、桥梁及隧道设计企业，铁路基建设计领域实力亦茁壮成长。本次参与资产重组交易的设计资产中公规院/一公院/二公院是在公路及桥梁勘察设计领域历史底蕴深、实力引领行业；西南院/东北院/能源院在市政设计领域亦有丰富的业务案例及区域影响力。此外未参与本次资产重组的设计资产亦有重要影响力（如航务勘察设计领域等）。

以中国交建基建设计业务资产近似观察中交集团整体设计资产近年变化。中国交建基建设计业务 21 年收入 476 亿，yoy+19%，14-21 年 Cagr+12%；21 年末净资产 258 亿，yoy+11%，14-21 年 Cagr+19%，近年总体延续较好成长态势。新签订单结构中 EPC 总承包、勘察设计分别占比近年分别稳定于 50%、30%左右；21 年末在手未完基建设计合同额 1,525 亿，为同期收入 3.2x，显示充足在手订单储备。21 年该业务平均 ROE 17%，维持于较高水平，但较前期高水平位置有较多回落，源于较快的负债率下降节奏及一定的利润率压力，反映近年基建设计领域竞争趋于激烈。

测算重组后拟置入资产估值较可比公司低估明显，或有较大预期差

考虑资产重组完成对公司业务及估值体系将带来重大变化，我们测算基准情形下（置入置出资产增值率假设为 1.2x），交易完成后（暂不考虑配套募集资金）公司 21 年 PE、PB 分别为 8.3x、1.2x，均明显低于可比设计公司估值水平，显示市场认知或有较大预期差。继续维持公司“买入”评级。

风险提示：资产重组交易失败风险及推进节奏不确定性；测算假设较真实情况或有较大偏差；资产重组交易存在控股股东、实际控制人变更的风险及审批风险；水泥需求不及预期；煤炭等成本上涨超预期

| 财务数据和估值 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 7,811.71 | 7,672.54 | 8,136.37 | 8,490.97 | 8,774.29 |
| 增长率(%) | 12.70 | (1.78) | 6.05 | 4.36 | 3.34 |
| EBITDA(百万元) | 2,439.99 | 1,904.03 | 2,045.94 | 2,191.69 | 2,298.79 |
| 净利润(百万元) | 1,437.07 | 947.52 | 1,087.82 | 1,190.23 | 1,279.15 |
| 增长率(%) | 16.44 | (34.07) | 14.69 | 9.18 | 7.17 |
| EPS(元/股) | 1.85 | 1.22 | 1.40 | 1.53 | 1.64 |
| 市盈率(P/E) | 6.54 | 9.92 | 8.65 | 7.92 | 7.39 |
| 市净率(P/B) | 1.20 | 1.14 | 1.05 | 0.97 | 0.90 |
| 市销率(P/S) | 1.20 | 1.23 | 1.16 | 1.11 | 1.07 |
| EV/EBITDA | 4.25 | 4.14 | 3.20 | 3.05 | 1.69 |

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

| | |
|--------|----------|
| 行业 | 建筑材料/水泥 |
| 6 个月评级 | 买入（维持评级） |
| 当前价格 | 12.11 元 |
| 目标价格 | 元 |

基本数据

| | |
|---------------|------------|
| A 股总股本(百万股) | 776.29 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 776.16 |
| A 股总市值(百万元) | 10,347.95 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 10,346.25 |
| 每股净资产(元) | 10.62 |
| 资产负债率(%) | 26.62 |
| 一年内最高/最低(元) | 17.00/9.33 |

作者

| | |
|---------------------------|-----|
| 武慧东 | 分析师 |
| SAC 执业证书编号：S1110521050002 | |
| wuhuidong@tfzq.com | |
| 鲍荣富 | 分析师 |
| SAC 执业证书编号：S1110520120003 | |
| baorongfu@tfzq.com | |
| 林晓龙 | 联系人 |
| linxiaolong@tfzq.com | |

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《祁连山-年报点评报告:甘肃需求潜力仍大，大股东增持强化信心》 2022-03-18
- 《祁连山-年报点评报告:甘青水泥龙头，价格弹性仍可期》 2021-03-21
- 《祁连山-半年报点评:价量齐升，业绩超预期》 2020-08-20

内容目录

| | |
|-----------------------------|----|
| 1. 祁连山拟重大资产重组，公司或蜕变重生 | 3 |
| 2. 中交集团设计业务资产全梳理 | 5 |
| 3. 估值探讨及投资建议 | 9 |
| 4. 风险提示 | 11 |

图表目录

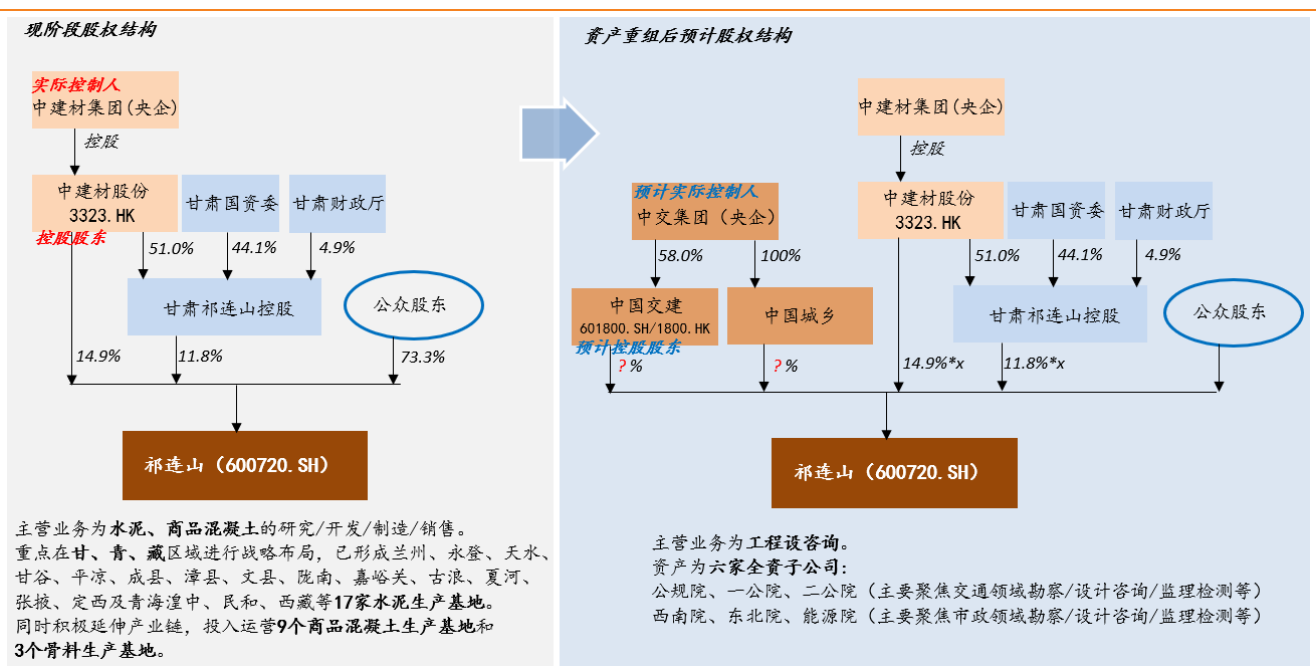
| | |
|---|----|
| 图 1：祁连山现阶段股权结构及资产整合后预计股权结构 | 3 |
| 图 2：置入资产与置出资产主要财务指标比较 | 4 |
| 图 3：中交集团旗下主要设计资产介绍 | 5 |
| 图 4：中交集团设计业务收入及变化 | 7 |
| 图 5：中交集团设计业务净资产及变化 | 7 |
| 图 6：中交集团主要设计业务子公司净资产（21 年末） | 7 |
| 图 7：中交集团主要设计业务子公司净利润（21 年末） | 7 |
| 图 8：中国交建基建设计业务新签订单变化 | 8 |
| 图 9：中国交建基建设计新签订单结构 | 8 |
| 图 10：中国交建基建设计业务在手未完订单额及与收入比例变化 | 8 |
| 图 11：中国交建基建设计业务净利率变化 | 8 |
| 图 12：中国交建基建设计业务平均 ROE 变化 | 8 |
| 图 13：中国交建基建设计业务资产负债率变化 | 8 |
| 图 14：三种情境下（不同资产评估增值率假设）公司资产整合后公司市值及估值测算 | 9 |
| 图 15：可比公司估值表 | 10 |
| 图 16：拟置入设计资产净利润 vs 可比设计公司（亿元） | 10 |
| 图 17：拟置入设计资产净资产 vs 可比设计公司（亿元） | 10 |

1. 祁连山拟重大资产重组，公司或蜕变重生

公司披露重大资产重组等交易预案。公司近期公告《甘肃祁连山水泥集团股份有限公司重大资产重组及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》，公司拟：1) 将其截至评估基准日全部资产及负债置出上市公司，并与中国交建及中国城乡下属各三家设计院100%股权中的等值部分进行资产置换；2) 上市公司向中国交建、中国城乡发行股份购买置入资产与拟置出资产的差额部分，发行股份价格为10.62元/股(若有分红除权等事项后，则价格相应调整)，发行股份数量参考后续置入置出资产估值情况确定；3) 通过发行股份募集配套资金，针对不超过35名(含)的符合要求的特定对象，募集配套资金总额不超过本次交易中发行股份购买资产交易价格的100%，发行股份数量不超过上市公司本次发行前总股本30%，发行数量及价格待证监会核准后确定，定价基准日为本次募集配套资金的发行期首日；配套募集资金拟用于支付相关交易税费、置入资产项目建设、补流、偿还债务等。

置入置出资产评估在推进中，方案尚需相关会议/机构审议通过、核准等。拟置入资产和拟置出资产的审计、评估工作仍在推进中，预估值及拟定价尚未确定。预计本次交易完成后，上市公司控股股东将变更为中国交建，实际控制人将变更为中交集团。本次交易预计构成关联交易、预计构成重大资产重组、预计构成重组上市。本次交易事项后续尚需要上市公司职代会、再次董事会、股东大会审议通过，同时需要交易双方、控股股东、实际控制人完成内部决策程序，履行国资审批备案手续，及证监会核准等。

图 1：祁连山现阶段股权结构及资产整合后预计股权结构



注：x为稀释系数，即预计本次交易方案后原祁连山股东持股占比预计有一定比例降低；截止2022/04/22；

资料来源：祁连山公告，中国交建公告，天风证券研究所

资产重组将公司主营业务变更为设计服务，资产规模、利润体量及盈利能力稳定性大概率将明显提升。公司本次资产重大重组一方面将公司的主营业务由水泥生产销售变更为设计服务，另一方面主要财务指标亦将迎来重大变化。以21年或21年末数据来看，净资产规模或迎明显扩张(21年末祁连山归母所有者权益82亿 vs 拟置入资产归母所有者权益135亿)，收入利润规模或有明显扩大(21年祁连山收入、归母净利分别为77亿、9亿 vs 拟置入资产同期归母净利分别为146亿、20亿)。此外资产负债率会有一定提升，以及盈利能力稳定性大概率有明显提升，反映业务变化影响。

图 2：置入资产与置出资产主要财务指标比较

| 金额单位均为亿元 | 置入资产合计 | | | | 置出资产 | | | |
|---------------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| | 2019 | 2020 | 2021 | 22q1 | 2019 | 2020 | 2021 | 22q1 |
| 资产总额 | 208.5 | 237.9 | 259.8 | 263.3 | 107.0 | 110.0 | 115.9 | 123.3 |
| 负债总额 | 98.5 | 114.8 | 119.7 | 119.0 | 32.2 | 24.1 | 25.4 | 32.8 |
| 所有者权益 | 110.0 | 123.1 | 140.1 | 144.3 | 74.8 | 85.9 | 90.5 | 90.5 |
| 归母所有者权益 | 105.4 | 118.4 | 134.7 | 139.1 | 68.0 | 78.2 | 82.4 | 82.4 |
| 资产负债率 | 47.2% | 48.3% | 46.1% | 45.2% | 30.1% | 21.9% | 21.9% | 26.6% |
| 营业收入 | 137.3 | 137.6 | 145.8 | 31.7 | 69.3 | 78.1 | 76.7 | 9.3 |
| 营业成本 | 105.7 | 105.2 | 104.8 | 24.1 | 44.0 | 50.5 | 55.5 | 7.8 |
| 毛利率 | 23.1% | 23.6% | 28.1% | 23.9% | 36.6% | 35.4% | 27.6% | 16.4% |
| 营业利润 | 19.0 | 20.6 | 24.7 | 5.3 | 14.7 | 19.2 | 12.8 | 0.1 |
| 利润总额 | 19.0 | 20.6 | 24.7 | 5.3 | 15.3 | 18.3 | 12.1 | 0.1 |
| 净利润 | 16.3 | 17.3 | 20.7 | 4.5 | 13.1 | 15.5 | 10.3 | 0.0 |
| 归母净利润 | 15.9 | 16.6 | 19.8 | 4.4 | 12.3 | 14.4 | 9.5 | 0.0 |
| 归母净利率 | 11.6% | 12.0% | 13.6% | 14.0% | 17.8% | 18.4% | 12.3% | 0.3% |
| ROE(平均) | n/a | 14.8% | 15.7% | 3.2% | 19.7% | 19.7% | 11.8% | 0.0% |
| 经营活动现金流净额 | 16.7 | 11.3 | 25.8 | (3.9) | 20.2 | 22.8 | 14.5 | 5.1 |
| 经营活动现金流净额/净利润 | 102.8% | 65.1% | 124.9% | -85.6% | 154.4% | 147.1% | 140.8% | n/a |
| 投资活动现金流净额 | (15.8) | (0.4) | (6.5) | (0.1) | (11.0) | (6.8) | (12.4) | (1.1) |
| 筹资活动现金流净额 | 3.2 | (2.6) | (1.3) | 0.4 | (10.2) | (8.1) | (6.0) | (0.0) |
| 现金及等价物净额增加 | 4.1 | 8.0 | 18.0 | (3.6) | (1.1) | 7.8 | (3.9) | 3.9 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

本次交易对祁连山、中交集团、中建材集团为三赢。股东层面，本次资产重组交易或成为央企中国建材集团、央企中交集团间合作典范，二者产业协同性强、业务契合度较高，双方均为国有资本投资公司试点，本次交易将开启二者合作新篇章，后续可期待两大央企集团在更多领域展开长期合作。对于中交集团，完成此次资产重组后将实现旗下部分设计资产分拆上市，或将促进六家设计院聚焦主业、加强设计咨询业务统筹规划和引领，同时分拆上市设计资产或有更多灵活性探讨员工激励等，经营活力或有进一步提升。对于中建材集团，本次交易完成前，祁连山与天山股份均为中国建材控股上市公司，且主营业务均为水泥链条产品生产及销售，主营业务相同，涉及同业竞争；本次交易完成有助于解决中建材集团内部同业竞争问题。对于祁连山，资产重组完成后公司将由区域建材生产企业升级为具备全国影响力的设计企业，企业资产/利润规模及盈利稳定性大概率将有明显提升，且成长前景或更优。

2. 中交集团设计业务资产全梳理

本次公司置入资产包括 6 家设计院，其中 3 家为上市公司中国交建（601800.SH、1800.HK）的全资子公司，分别为公规院、一公院、二公院；另外 3 家为中国交建兄弟单位中国城乡的全资子公司，分别为东北院、西南院、能源院。中国交建控股股东为中交集团，而中国城乡则为中交集团全资子公司。据祁连山组织的媒体交流会（参考 2022/05/18 公司公告），中交集团“在符合上市公司分拆规则和中小股东利益最大化的前提下，中国交建将积极整合旗下的资源，不排除未来将其他优质资产注入上市公司”，我们预计本次资产重组交易完成后，考虑避免潜在同业竞争、及支持设计上市平台做大做强原则下，其他设计相关资产亦有进一步整合可能。

中交集团设计业务覆盖基建主要领域，多领域竞争优势明显，本次置入祁连山资产优势领域聚焦公路及市政设计。考虑前期中国交建为集团整体上市，中交集团设计资产预计主要在中国交建（601800.SH/1800.HK）体内，其中西南院、东北院、能源院则为中国交建兄弟公司中国城乡（中交集团全资控股）全资子公司。结合中国交建年报及中交集团官网，中交集团设计资产主要对应 13 家设计公司，覆盖领域包括做基建设计主要领域（公路、港口、桥梁及隧道、轨道交通、市政等）。中交集团在多领域有明显竞争优势，是中国最大的港口设计企业，是世界领先的公路、桥梁及隧道设计企业（如拟置入祁连山的公规院/一公院/二公院在公路、桥梁勘察设计领域优势地位明显），铁路基建设计领域实力亦茁壮成长；此外隶属中国城乡的西南院/东北院/能源院在市政设计（如给排水工程等）领域有深厚的历史积累及丰富的业务案例。

图 3：中交集团旗下主要设计资产介绍

| 简称 | 企业名称 | 中国交建 持股占比 | 业务领域、影响力等简要介绍 |
|-----|-------------------|--------------|---|
| 公规院 | 中交公路规划设计院有限公司 | 100% | <p>成立于 1954 年，1975 年更名为交通部公路规划设计院。是我国交通基础设施设计咨询领域最具代表性和影响力的企业之一；优势领域包括桥梁、公路设计等。</p> <p>公司拥有对外承包工程资格，工程设计综合甲级资质、工程咨询单位甲级资信（公路，市政公用工程，水文地质、工程测量、岩土工程，建筑）、工程勘察综合类甲级资质、城乡规划甲级资质、国土规划甲级资质、公路总承包壹级资质等；同时是代政府部门审查评估单位和商务部对外援助项目咨询单位。独立或合作设计了以港珠澳大桥、苏通大桥、西堠门大桥、巴拿马三桥等为代表的 100 余座在世界范围有影响力的特大型桥梁；主持了我国首个《“五纵七横”国道主干线系统规划》，勘察设计了以川藏公路、沈大高速、济青高速等为代表的各等级公路近 3 万公里。</p> |
| 一公院 | 中交第一公路勘察设计研究院有限公司 | 100% | <p>发展历史超 60 年。是我国公路工程勘察、设计、研究、咨询领域大型骨干企业，优势领域为公路、桥梁、隧道等勘察设计；业务范围涵盖公路、桥梁、隧道、沿线设施、交通工程、工业与民用建筑，工程地质勘察、设计和咨询，国（境）外工程的勘测、咨询、设计和监理项目。中交一公院共承担了近 8 万公里的公路勘察设计任务，其中高等级公路近万公里；勘察设计桥梁 7 万多延米，其中特大型、大型桥梁 500 多座；勘察设计隧道 16 万多延米，其中长大隧道 40 多座；所勘察设计项目遍布全国 30 个省市自治区，业务范围涉足亚非地区 18 个国家。</p> |
| 二公院 | 中交第二公路勘察设计研究院有限公司 | 100% | <p>成立于 1950 年，1954 年成为交通部公路总局设计局下属的第一（重庆）公路设计分局（院）；1963 年整合为交通部第二公路勘察设计院。1999 年与交通部脱钩。</p> <p>公司具有高速公路、各种复杂结构桥梁、隧道、交通工程、市政工程、轨道工程、建筑工程的勘察设计、项目管理、工程总承包以及项目规划、设计、投资、建设、运营管理能力，具有编制行业技术标准、规范、手册、指南的技术实力，能承担本行业国家级重大科研开发项目，是我国公路勘察设计行业综合实力最强的企业之一。公司完成了国内外数万公里不同等级公路的勘察设计任务，典型重点工程有川藏公路、天山公路、京津塘高速等及鄂黄长江大桥、厦门翔安海底隧道、港珠澳大桥珠海连接线拱北隧道，以及欧洲、南美洲、东南亚、非洲等国国外工程。公司多次承担国家和交通部重点攻关课题及交通部行业标准规范编制。</p> |
| 水规院 | 中交水运规划设计院有限公司 | 100% | <p>成立于 1951 年，是新中国设立的第一家水运勘察、规划与设计机构，原为交通部水运规划设计院。目前拥有中交水规院、中交发展院、中交建筑院、中交内河院、中交海洋院等行业品牌，培育了中国交通信息中心、中交铁道院等品牌。</p> <p>水规院拥有工程设计综合甲级资质、工程勘察综合甲级资质等 40 多项业务资质。设计了新中国第一座海港/内河港/船厂/40 万吨矿石码头/45 万吨原油码头/大型全集装箱港区等，为国内外客户提供了万余项交通及城市建设工程的规划、设计、管理和工程总承包等成果。水规院拥有几十年的代部技术管理经验，是交通行业首批代国家发改委、交通运输部开展技术审查咨询评估的单位。主编、参编了 110</p> |

| | | | |
|------|--------------------|------------|--|
| | | | <p>余本国家及行业技术规范。主办了《水运工程》国家核心期刊，是多家行业学会、协会的挂靠单位等。</p> <p>成立于1958年，现为我国基础设施建设领域的骨干力量，在交通、海洋、石化、电力、军工、建筑、市政、水利等诸多行业具突出优势，连续多年入选中国勘察设计百强企业。公司累计完成了4000多个项目的勘察设计工作，足迹遍及世界各地；创造了100余项国内第一，有27项工程被列入中国企业新纪录等。优势领域包括各类结构型式码头、海岸和 offshore 防护物等。</p> <p>成立于1958年，总部位于湖北武汉，是国家大型综合性勘察设计企业及国家高新技术企业，刚港口与航道、修造船厂等是公司传统优势领域。</p> |
| 一航院 | 中交第一航务工程勘察设计院有限公司 | 100% | <p>公司持有多项甲级从业资质，是目前全国同时持有设计综甲、勘察综甲、咨询甲级资信3项甲级资质的勘设企业之一，具备服务现代工程建设全产业链的综合技术实力，业务范围辐射到亚洲、非洲、欧洲和美洲等地的全球50多个国家和地区。业务涵盖港口、航道与修造船厂、路桥市政、勘察岩土工程、海外工程、总承包和工程监理、建筑工程、环境工程等方面。近年率先在行业内推进BIM技术应用，主导了中交BIM安质平台和4C-BIM工程全生命周期管控平台的研究和开发工作，打造了京雄高铁、京杭运河航道整治工程等多个知名BIM品牌项目，建立了完整的BIM生产能力。</p> |
| 二航院 | 中交第二航务工程勘察设计院有限公司 | 100% | <p>拥有六十余年发展历史，总部位于上海，是中国最大的交通、港口工程勘察设计单位之一。</p> <p>公司现已发展成为集工程策划咨询、规划、勘察、设计、项目管理、工程监理、工程建造、总承包、项目系统集成、运营维护、投资等于一体的综合性技术服务公司。覆盖领域包括港口与航道工程、水利工程、建筑工程、道路与桥梁工程、市政工程、物流工程、景观工程、民用机场、园区工程等领域以及自动化、智能化等新兴业务领域，能够为全球基础设施建设提供拱各种技术服务。</p> |
| 三航院 | 中交第三航务工程勘察设计院有限公司 | 100% | <p>成立于1964年，原交通部第四航务工程勘察设计院。总部位于广东。</p> <p>公司是国内外知名的综合性大型勘察设计企业，具备集咨询、勘察、设计、施工于一体的综合服务能力。主营业务主要包括水运、水利、建筑、路桥市政、轨道交通、化工以及民用机场等行业。成立以来公司在国内外共计完成大型工程勘察设计、工程监理、工程管理和总承包项目2000多个，完成了一批具有国际先进水平的勘察设计项目，包括30万吨级油码头、25万吨级矿石码头、15万吨级集装箱码头、大型液化石油气(LPG)和液化天然气(LNG)码头储运站以及高速公路及200多项公路及桥梁工程。完成了港珠澳大桥、广州南沙港、巴基斯坦瓜达尔深水港、马来西亚东海岸铁路、安哥拉罗安达油码头等一批具有国际影响的勘察设计项目。</p> |
| 四航院 | 中交第四航务工程勘察设计院有限公司 | 100% | <p>成立于1992年。从成立之初的交通工程设计和施工、公路工程监理、公路设计和咨询等传统业务起步；作为传统设计企业率先尝试代建、总承包和投资等高端业务；并充分发挥设计先行的核心优势，利用投资带动勘察设计、总承包和项目管理等业务板块的快速发展，拉动公司全产业链发展。近年来，积极拓展海外、产业园区规划、大数据、机场等新业务领域。经营范围遍布全国各省、市、自治区，并拓展到亚洲、非洲、欧洲和拉丁美洲等地区。连续多年跻身全国勘察设计百强，在公路行业勘察设计单位中连续十几年排名第1名。</p> |
| 中咨集团 | 中国公路工程咨询集团有限公司 | 100% | <p>成立于2003年。公司服务于国内外基础设施养护业务领域。业务范围涵盖公路、桥梁、隧道、市政与交通工程、铁路与轨道交通、港口、机场、海洋工程、工业与民用建筑、产业园区、生态环保等基础设施养护运营、维护。</p> |
| 中交养护 | 中交基础设施养护集团有限公司 | 100% | |
| 西南院 | 中国市政工程西南设计研究总院有限公司 | 中国城乡100%持股 | <p>成立于1956年，是原国家住建部直属的市政/建筑/风景园林/公路与城市防洪甲级勘察科研设计咨询单位，致力于成为国内领先的城乡建设发展集成服务商。给排水工程是公司传统优势领域；代表工程包括山东大同给水工程设计项目、马来西亚PANTAI污水处理厂项目等</p> |
| 东北院 | 中国市政工程东北设计研究总院有限公司 | 中国城乡100%持股 | <p>成立于1961年，原隶属于国家建设部。现已成长为国内市政行业知名的国家级综合性全产业链服务提供商。在市政、建筑工程、城市防洪、风景园林等领域，提供投融资、规划咨询、勘察设计、工程监理、工程造价、EPC工程总承包、运营维护等业务板块的全过程咨询及全产业链服务。</p> |
| 能源院 | 中交城市能源研究设计院有限公司 | 中国城乡100%持股 | <p>成立于1963年，1983年起开始归属建设部。燃气工程各类场站、高压及次高压输气管道，城镇中低压输配管网等设计是设计院的优势领域。覆盖城镇燃气制造、城镇燃气输配、化工设备、化工仪表、工业与民用建筑、给排水、采暖通风、经济分析等多个专业。主要从事城镇燃气、供热设施、工业与民用建筑及环境工程的设计咨询、规划及工程总承包</p> |

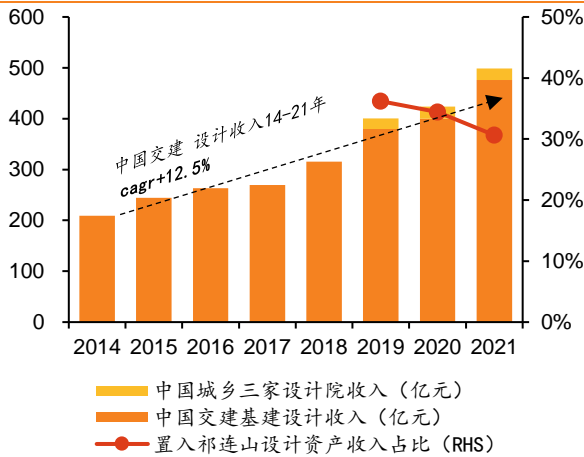
注：标蓝色底色的六家设计公司本次资产重组交易的置入资产；中国城乡为中交集团全资子公司，为中国交建兄弟单位；

资料来源：各设计院官网等，天风证券研究所

拟置入设计资产推测占中交集团净资产比例、收入比例分别为51%、29%，其中包括旗下公路/桥梁设计领域业内明显的旗舰设计资产。本次置入祁连山的六家中交集团聚焦设计业务的子公司21年收入合计146亿，yoy+6%，占中交集团设计业务整体收入比例约29.2%（我们近似中交集团设计业务资产为中国交建基建设计业务资产+中国城乡旗下三家设计院资产，下文同）；21年末净资产合计140亿，yoy+14%，占中交集团设计业务整体净资产比例约50.7%。具体来看，优势领域聚焦公路、桥梁勘察设计等的三家设计院（公规院、一公院、二公院）是中交集团内部的旗舰设计资产之一，净资产、净利润规模在中交集团内部均名列前茅；中国城乡旗下的三家设计院净资产、净利润规模则相对较小。除参与本次资产重组交易的设计资产之外，中交集团旗下亦不乏其他优质设计资产，包括航务勘察

设计领域拥有重要影响力的一/二/三/四航院，包括近年成长较快的中咨公司等。

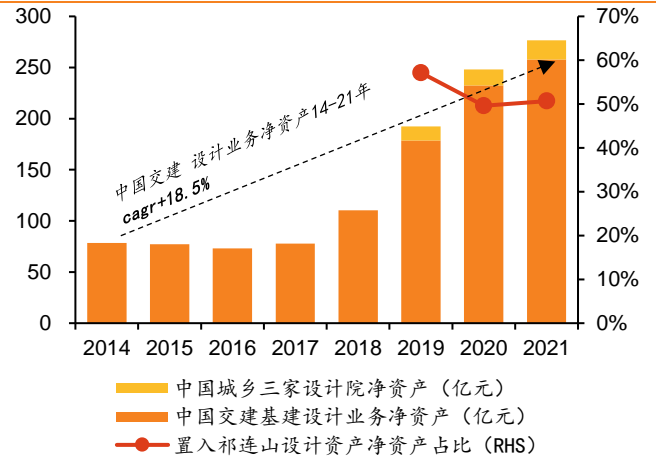
图 4：中交集团设计业务收入及变化



注：置入祁连山设计资产收入占比基数为中国交建设计业务+中国城乡三家设计院业务；

资料来源：祁连山公告，中国交建公告，天风证券研究所

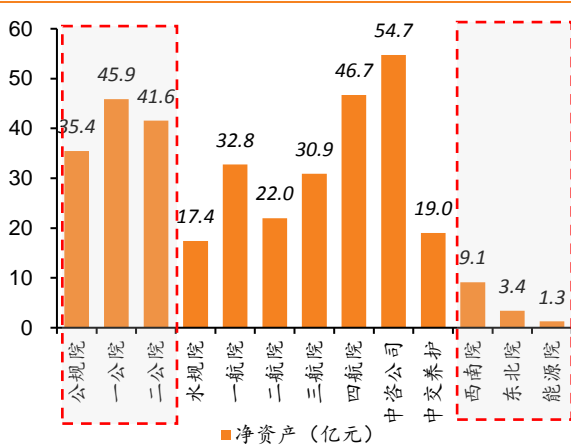
图 5：中交集团设计业务净资产及变化



注：置入祁连山设计业务净资产占比基数为中国交建设计业务+中国城乡三家设计院业务；

资料来源：祁连山公告，中国交建公告，天风证券研究所

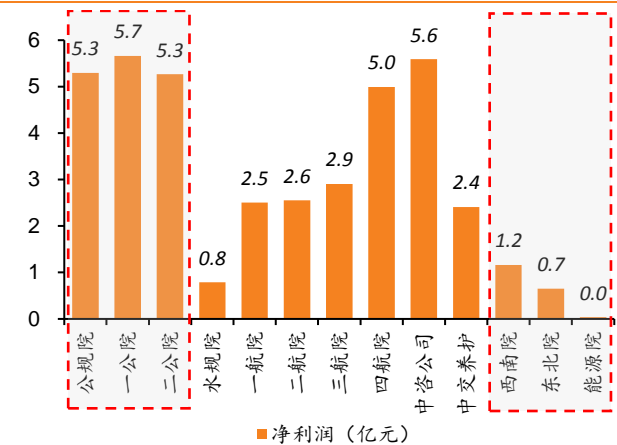
图 6：中交集团主要设计业务子公司净资产（21 年末）



注：虚线内为本次祁连山拟置入资产；

资料来源：祁连山公告，中国交建公告，天风证券研究所

图 7：中交集团主要设计业务子公司净利润（21 年末）

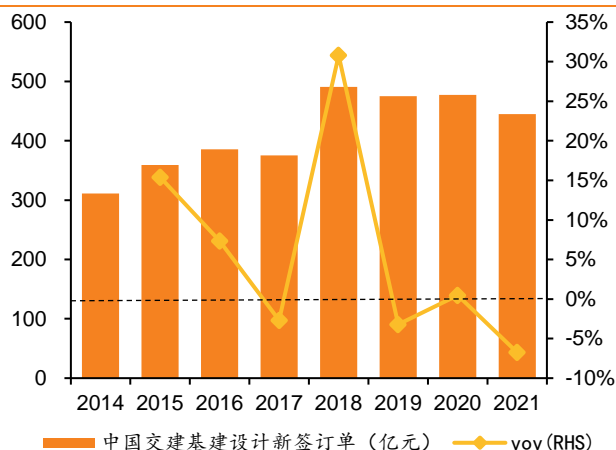


注：虚线内为本次祁连山拟置入资产；

资料来源：祁连山公告，中国交建公告，天风证券研究所

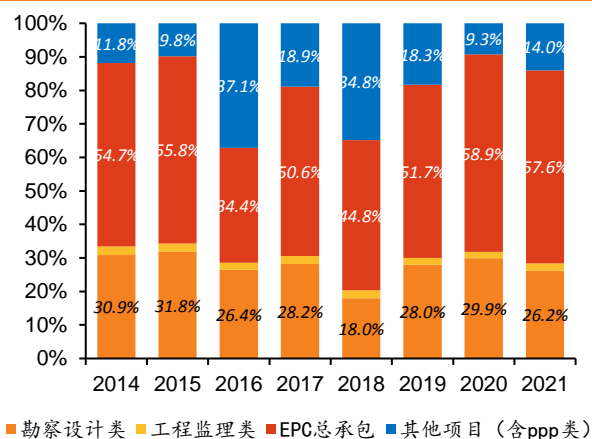
中国交建基建设计业务近年总体延续较快发展节奏，盈利能力下台阶显示竞争趋于激烈，在手订单充足。考虑到中交集团主要设计业务资产均在上市公司中国交建（601800.SH/1800.HK），同时上市公司外设计业务资产数据相对有限，我们梳理了中国交建的基建设计业务近年财务数据以探究中交集团体内设计资产的多方面表现。中国交建基建设计业务收入 21 年收入 476 亿，yoy+19%，14-21 年收入 Cagr+12%，总体延续较好成长态势；21 年末净资产 258 亿，yoy+11%，14-21 年净资产 Cagr+19%，净资产规模变化节奏与中交集团响应国资委要求，较快速度降负债率有关（中国交建基建设计业务资产负债率 17 年末到达近年最高水平 75%，之后较快速度下降，21 年末为 53%）。新签订单角度，公司基建设计新签合同 14 年以来 EPC 总承包类占比基本均超 50%，第二大类为勘察设计类（占比基本稳定于 30% 上下）；21 年基建设计业务新签合同额 445 亿，yoy-7%，近年新签增长略乏力，14-21 年新签 Cagr+5%；21 年末公司基建设计未完合同额 1,525 亿，为同期收入 3.2 倍，该比例近年稳步上升，显示充足的在手订单储备。基建设计业务效益角度，21 年中国交建该业务平均 ROE 为 17%，维持于较高水平，但较前期高水平位置有明显回落，主要源于较快的降负债率节奏及盈利平回落（21 年中国交建基建设计业务净利率 8.8%，yoy+0.3pct，较 14-17 年 12% 左右净利率有明显回落），反映近年基建设计领域竞争趋于激烈。

图 8：中国交建基建设计业务新签订单变化



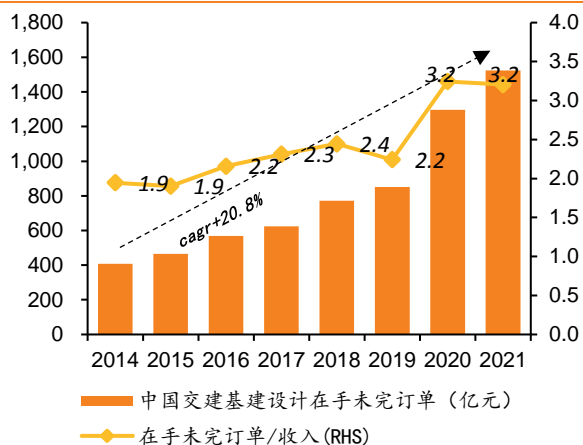
资料来源：中国交建公告，天风证券研究所

图 9：中国交建基建设计新签订单结构



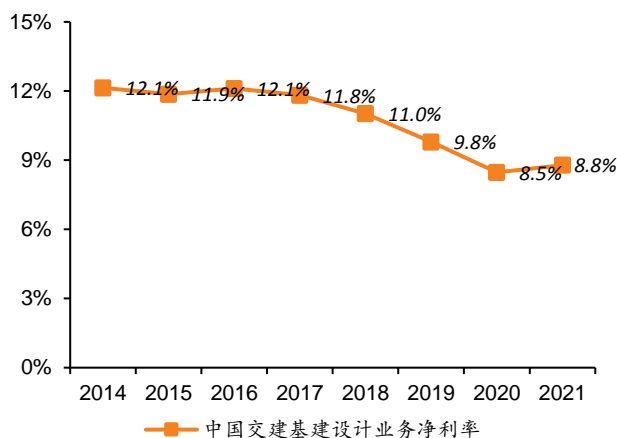
资料来源：中国交建公告，天风证券研究所

图 10：中国交建基建设计业务在手未完订单额及与收入比例变化



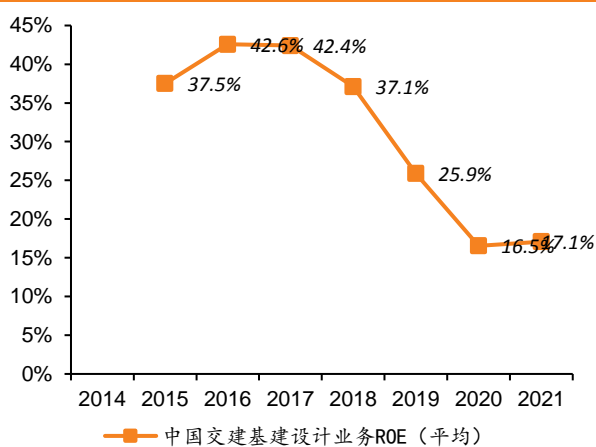
资料来源：中国交建公告，天风证券研究所

图 11：中国交建基建设计业务净利率变化



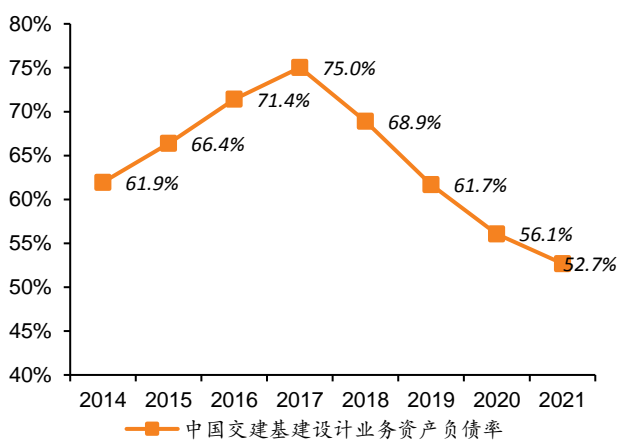
资料来源：中国交建公告，天风证券研究所

图 12：中国交建基建设计业务平均 ROE 变化



资料来源：中国交建公告，天风证券研究所

图 13：中国交建基建设计业务资产负债率变化



资料来源：中国交建公告，天风证券研究所

3. 估值探讨及投资建议

测算显示重组后拟置入资产估值明显低于可比设计公司估值水平，或蕴含预期差。

考虑到祁连山重大资产重组现阶段处于在推进未完成阶段，若交易方案完成，公司主营业务实现重大变化，由主营水泥生产及销售变更为提供设计服务，公司估值体系需要调整，合适的公司估值方式需要考虑公司主营业务的潜在变化。暂不考虑配套募资，现有资产重组方案包括两部分工作：1) 祁连山全部资产与等量设计院资产进行置换（拟置入设计院资产的一部分，我们假设按照 21 年末净资产规模进行置换）；2) 向中国交建、中国城乡新发行股份收购资产差额部分（置入、置出资产评估价值均尚未确定，我们假设为其净资产差额 x 倍，同时新发行股份价格确定为 10.62 元）。基于两方面因素我们测算在三种情境下（假设资产评估增值率分别为 1.0 x 、1.2 x 、1.4 x ，其中我们假设 1.2 x 为基准情形），资产整合全部完成后测算拟置入资产交易市值分别为 154/166/178 亿，对应拟置入资产 21 年 PE（以拟置入设计资产 21 年归母净利润为基数）分别为 7.7 x 、8.3 x 、8.9 x ；对应拟置入资产 21 年 PB（以拟置入设计资产 21 年末归母净资产为基数）分别为 1.1 x 、1.2 x 、1.3 x 。三种情境下对应拟置入资产重组后估值明显低于可比设计公司（我们选取主营业务为设计业务且有较大市场影响力的设计公司）21 年 PE（均值、中位数分别为 16.8 x 、16.2 x ）及 21 年 PB（均值、中位数分别为 2.0 x 、1.8 x ）。

同时应重视拟置入设计资产较设计可比公司体量（资产、利润）有明显优势，在业务区域覆盖度、部分业务行业影响力（如公路、桥梁勘测设计），行业整合能力、成长前景或更优。前述测算重组后估值明显低于可比设计公司估值水平或显示市场认知存在一定预期差。

图 14：三种情境下（不同资产评估增值率假设）拟置入资产估值探讨

| | | | |
|--------------------------|--------------|--------------|--------------|
| 置出资产净资产（21 年末，亿元） | 82.4 | | |
| 置入资产净资产（21 年末，亿元） | 134.7 | | |
| 置入/置出资产净资产差额（21 年末，亿元） | 52.3 | | |
| 资产评估增值率假设 | 100% | 120% | 140% |
| 新发行股份购买资产差额价值（亿元） | 52.3 | 62.7 | 73.2 |
| 新发行股份价格（元/股） | 10.62 | | |
| 新发行股份数量（亿股） | 4.9 | 5.9 | 6.9 |
| 公司总股本变更为 | 12.7 | 13.7 | 14.7 |
| 假设重组后交易价格（元/股） | 12.11 | | |
| 测算拟置入资产交易市值（亿元） | 153.6 | 165.6 | 177.5 |
| 对应置入资产 PE（21 年归母净利润为基数） | 7.7 | 8.3 | 8.9 |
| 对应置入资产 PB（21 年末归母净资产为基数） | 1.1 | 1.2 | 1.3 |

注：假设重组后交易价格等于祁连山收盘价；收盘价时间为 2022/06/10；

资料来源：祁连山公告，WInd，天风证券研究所

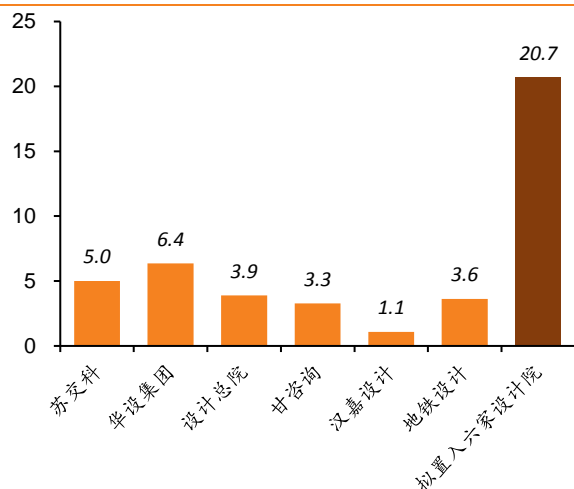
图 15：可比公司估值表

| 股票代码 | 公司名称 | 市值 (亿元) | 收盘价 (元) | P/E | | | | P/B | | | |
|------------------|------------|------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|
| | | | | 20A | 21A | 22E | 23E | 20A | 21A | 22E | 23E |
| 设计业务可比公司 | | | | | | | | | | | |
| 300284.SZ | 苏文科 | 89 | 7.08 | 23.0 | 18.9 | 16.1 | 13.8 | 1.8 | 1.2 | 1.1 | 1.0 |
| 603018.SH | 华设集团 | 64 | 9.41 | 11.0 | 10.4 | 8.9 | 7.7 | 1.9 | 1.7 | 1.4 | 1.3 |
| 603357.SH | 设计总院 | 53 | 11.29 | 14.5 | 13.6 | 11.8 | 10.7 | 2.0 | 1.8 | 1.6 | 1.5 |
| 000779.SZ | 甘咨詢 | 44 | 11.50 | 14.2 | 13.4 | 10.2 | 8.9 | 2.0 | 1.8 | 1.6 | 1.4 |
| 300746.SZ | 汉嘉设计 | 26 | 11.34 | 36.5 | 25.5 | 22.3 | 18.8 | 2.1 | 2.0 | 1.8 | 1.7 |
| 003013.SZ | 地铁设计 | 67 | 16.78 | 23.4 | 18.8 | 14.9 | 10.9 | 3.7 | 3.5 | 3.0 | 2.5 |
| 平均值 | | | | 20.5 | 16.8 | 14.0 | 11.8 | 2.2 | 2.0 | 1.8 | 1.6 |
| 中位数 | | | | 18.8 | 16.2 | 13.4 | 10.8 | 2.0 | 1.8 | 1.6 | 1.4 |
| 水泥业务可比公司 | | | | | | | | | | | |
| 600801.SH | 华新水泥 | 324 | 18.59 | 6.9 | 7.3 | 6.4 | 5.5 | 1.7 | 1.5 | 1.2 | 1.1 |
| 000401.SZ | 冀东水泥 | 281 | 10.56 | 9.8 | 10.0 | 6.6 | 6.0 | 2.0 | 0.9 | 0.8 | 0.7 |
| 000877.SZ | 天山股份 | 1,040 | 12.00 | 68.6 | 8.3 | 7.7 | 7.0 | 9.8 | 1.4 | 1.1 | 1.0 |
| 平均值 | | | | 28.4 | 8.5 | 6.9 | 6.2 | 4.5 | 1.2 | 1.1 | 0.9 |
| 中位数 | | | | 9.8 | 8.3 | 6.6 | 6.0 | 2.0 | 1.4 | 1.1 | 1.0 |
| 600720.SH | 祁连山 | 94 | 12.11 | 6.5 | 9.9 | 8.6 | 7.9 | 1.1 | 1.0 | 0.9 | 0.9 |

注：除祁连山外，其他公司盈利等预测均源自 Wind 一致预期；股价截止 2022/06/10；

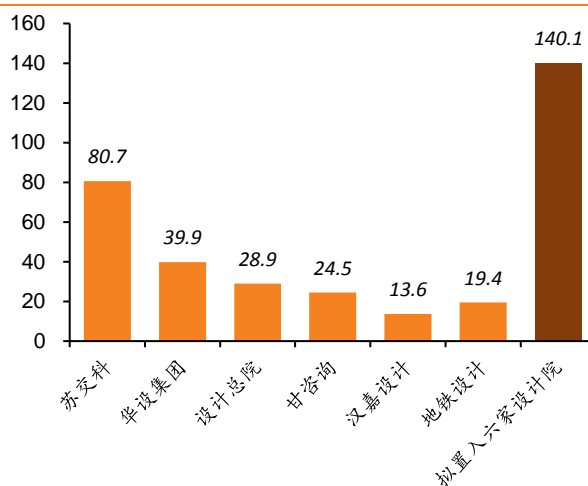
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：拟置入设计资产 21FY 净利润 vs 可比设计公司（亿元）



资料来源：Wind，祁连山公告，天风证券研究所

图 17：拟置入设计资产 21FY 末净资产 vs 可比设计公司（亿元）



资料来源：Wind，祁连山公告，天风证券研究所

4. 风险提示

资产重组交易失败风险及推进节奏不确定性。祁连山本次重大资产重组方案推进节奏及成功与否均有一定不确定性。

测算假设较真实情况或有较大偏差。本文涉及到资产增值情况、置换方式等均蕴含一定假设，若测算假设较真实情况有较大偏差，则本文估值结论等亦需相应调整，建议投资者重视该方面风险。

资产重组交易存在控股股东、实际控制人变更的风险及审批风险。本次交易若完成，公司控股股东及实际控制人或发生变化，提示相关风险；同时交易审批节奏及结果亦存在不确定性风险。

水泥需求不及预期。该交易方案完成前，公司主营业务为水泥生产及销售，若下游对水泥需求不及预期，对公司现有资产业绩将有负面影响。

煤炭等成本涨幅超预期。煤炭等水泥生产成本若涨幅超预期，将对公司盈利能力有一定挤压，进而对公司现有资产业绩有负面影响。

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 利润表(百万元) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金 | 1,108.51 | 736.73 | 3,206.63 | 3,171.68 | 6,026.23 | 营业收入 | 7,811.71 | 7,672.54 | 8,136.37 | 8,490.97 | 8,774.29 |
| 应收票据及应收账款 | 395.40 | 438.14 | 184.61 | 465.28 | 206.30 | 营业成本 | 5,049.16 | 5,554.20 | 5,872.78 | 6,030.92 | 6,196.40 |
| 预付账款 | 22.88 | 22.80 | 34.38 | 20.11 | 35.65 | 营业税金及附加 | 122.15 | 131.45 | 121.73 | 135.10 | 140.40 |
| 存货 | 486.14 | 825.67 | 448.00 | 750.62 | 570.77 | 销售费用 | 74.90 | 89.62 | 89.50 | 93.40 | 96.52 |
| 其他 | 349.71 | 435.99 | 428.39 | 409.39 | 432.58 | 管理费用 | 687.16 | 662.83 | 691.59 | 713.24 | 728.27 |
| 流动资产合计 | 2,362.65 | 2,459.32 | 4,302.01 | 4,817.09 | 7,271.52 | 研发费用 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期股权投资 | 130.79 | 133.25 | 133.25 | 133.25 | 133.25 | 财务费用 | (1.03) | (0.92) | (11.76) | (29.82) | (46.26) |
| 固定资产 | 6,247.50 | 7,156.70 | 6,635.81 | 6,097.15 | 5,487.16 | 资产/信用减值损失 | (25.54) | (44.01) | (18.68) | (31.67) | (31.45) |
| 在建工程 | 1,066.67 | 133.85 | 128.31 | 106.98 | 106.98 | 公允价值变动收益 | (6.52) | 29.98 | 16.13 | (8.07) | 4.03 |
| 无形资产 | 881.24 | 1,002.40 | 968.64 | 934.27 | 899.29 | 投资净收益 | (4.24) | 19.60 | 7.68 | 13.64 | 13.64 |
| 其他 | 311.07 | 705.29 | 520.03 | 500.24 | 500.47 | 其他 | (5.89) | (48.19) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 非流动资产合计 | 8,637.26 | 9,131.49 | 8,386.04 | 7,771.89 | 7,127.15 | 营业利润 | 1,921.57 | 1,277.98 | 1,377.67 | 1,522.04 | 1,645.19 |
| 资产总计 | 10,999.91 | 11,590.81 | 12,688.05 | 12,588.98 | 14,398.67 | 营业外收入 | 33.41 | 8.72 | 41.35 | 27.82 | 25.96 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 营业外支出 | 128.35 | 72.92 | 41.23 | 38.56 | 50.90 |
| 应付票据及应付账款 | 869.41 | 1,174.39 | 1,803.98 | 945.59 | 1,803.62 | 利润总额 | 1,826.62 | 1,213.78 | 1,377.79 | 1,511.31 | 1,620.26 |
| 其他 | 558.51 | 450.01 | 767.83 | 685.21 | 773.42 | 所得税 | 278.03 | 185.82 | 210.92 | 231.36 | 248.04 |
| 流动负债合计 | 1,427.92 | 1,624.41 | 2,571.81 | 1,630.80 | 2,577.04 | 净利润 | 1,548.58 | 1,027.96 | 1,166.87 | 1,279.94 | 1,372.21 |
| 长期借款 | 448.00 | 387.52 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 少数股东损益 | 111.51 | 80.44 | 79.04 | 89.71 | 93.06 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 归属于母公司净利润 | 1,437.07 | 947.52 | 1,087.82 | 1,190.23 | 1,279.15 |
| 其他 | 381.04 | 383.56 | 342.93 | 369.18 | 365.23 | 每股收益(元) | 1.85 | 1.22 | 1.40 | 1.53 | 1.65 |
| 非流动负债合计 | 829.04 | 771.08 | 342.93 | 369.18 | 365.23 | | | | | | |
| 负债合计 | 2,411.75 | 2,544.05 | 2,914.74 | 1,999.98 | 2,942.27 | 主要财务比率 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 少数股东权益 | 772.99 | 805.99 | 856.71 | 915.77 | 979.36 | 成长能力 | | | | | |
| 股本 | 776.29 | 776.29 | 776.29 | 776.29 | 776.29 | 营业收入 | 12.70% | -1.78% | 6.05% | 4.36% | 3.34% |
| 资本公积 | 1,341.37 | 1,341.98 | 1,341.98 | 1,341.98 | 1,341.98 | 营业利润 | 30.55% | -33.49% | 7.80% | 10.48% | 8.09% |
| 留存收益 | 5,513.81 | 5,933.45 | 6,621.43 | 7,371.74 | 8,175.72 | 归属于母公司净利润 | 16.44% | -34.07% | 14.81% | 9.41% | 7.47% |
| 其他 | 183.70 | 189.05 | 176.90 | 183.22 | 183.05 | 获利能力 | | | | | |
| 股东权益合计 | 8,588.16 | 9,046.76 | 9,773.31 | 10,588.99 | 11,456.40 | 毛利率 | 35.36% | 27.61% | 27.82% | 28.97% | 29.38% |
| 负债和股东权益总计 | 10,999.91 | 11,590.81 | 12,688.05 | 12,588.98 | 14,398.67 | 净利率 | 18.40% | 12.35% | 13.37% | 14.02% | 14.58% |
| | | | | | | ROE | 18.39% | 11.50% | 12.20% | 12.30% | 12.20% |
| | | | | | | ROIC | 23.27% | 14.14% | 14.36% | 20.82% | 19.46% |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率 | 21.93% | 21.95% | 22.97% | 15.89% | 20.43% |
| | | | | | | 净负债率 | -7.67% | -3.34% | -32.56% | -29.62% | -52.29% |
| | | | | | | 流动比率 | 1.49 | 1.39 | 1.67 | 2.95 | 2.82 |
| | | | | | | 速动比率 | 1.19 | 0.92 | 1.50 | 2.49 | 2.60 |
| | | | | | | 营运能力 | | | | | |
| | | | | | | 应收账款周转率 | 19.85 | 18.41 | 26.13 | 26.13 | 26.13 |
| | | | | | | 存货周转率 | 16.06 | 11.70 | 12.78 | 14.17 | 13.28 |
| | | | | | | 总资产周转率 | 0.72 | 0.68 | 0.67 | 0.67 | 0.65 |
| | | | | | | 每股指标(元) | | | | | |
| | | | | | | 每股收益 | 1.85 | 1.22 | 1.40 | 1.53 | 1.65 |
| | | | | | | 每股经营现金流 | 2.93 | 1.86 | 4.41 | 0.54 | 4.28 |
| | | | | | | 每股净资产 | 10.07 | 10.62 | 11.49 | 12.46 | 13.51 |
| | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | 市盈率 | 6.60 | 10.00 | 8.71 | 7.96 | 7.41 |
| | | | | | | 市净率 | 1.21 | 1.15 | 1.06 | 0.98 | 0.90 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 4.25 | 4.14 | 3.24 | 3.08 | 1.72 |
| | | | | | | EV/EBIT | 5.54 | 6.08 | 4.76 | 4.40 | 2.41 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|--|---|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com |