

祁连山（600720）深度研究报告

中交集团六设计院拟重组上市,竞争优势显著

- ❖ **重大资产重组,公司转型或成设计领域龙头。**2022年5月12日,公司公告重大资产重组交易预案,拟将水泥主业置出,并与中交集团旗下六家设计院(下文简称中交设计)100%股权中的等值部分进行资产置换,其差额部分通过向原股东发行股票方式购买。近日,公司公告重组具体方案,确立交易执行价格。经评估,本次交易拟置出资产(祁连山水泥集团有限公司100%股权)作价约104.30亿元,拟置入资产(中交设计100%股权)作价约235.03亿元,差额部分由祁连山向中国交建、中国城乡共发行约12.85亿股份的方式购买,发行价格为10.17元/股。**若重组完成,即中交集团旗下的设计资产实现分拆上市,而上市公司主业将由水泥业务变更为设计业务,预计将成为国内领先的工程设计龙头。**重组后,公司2021年总资产规模将由原先115.9亿元提升至264.02亿元,营业收入由76.7亿元提升至130.3亿元,净资产收益率由11.50%提升至12.39%,资产规模、收入体量以及盈利能力均将得到大幅提升。
- ❖ **潜在整合预期,中交集团设计业务再梳理。**中交集团是国内最大港口设计服务供应商以及主要的道路桥梁设计服务供应商,本次拟置入的六家设计院主要聚焦于公路设计与市政设计。其中公规院、一公院、二公院均具备工程设计综合甲级资质和工程勘察综合甲级资质,在大跨径桥梁、超长高速公路、特长隧道等高精度项目上优势突出;西南院、东北院、能源院分别在当地的给排水、热力工程、城市燃气业务等市政领域存在技术优势。**目前中交集团仍存在一定公路、市政设计业务,后续预计同业整合将进一步加速;**而若将水运设计等剩余设计资产整合注入上市公司,将为公司带来更大收入利润贡献。
- ❖ **中交设计竞争优势凸显,一带一路有望带来出海业务新增量。**工程设计咨询领域本身存在较高的进入门槛与行业壁垒,而中交设计作为“国家队”无论是在项目经验还是人才储备等方面都在设计行业内具备明显优势,人均创收远超同行。此外,中交设计海外业务在项目规模、项目质量和技术创新方面具有明显优势,随着一带一路政策的深入推进,预计将为公司带来海外业务新增量,海外收入占比有望向中国交建看齐。
- ❖ **投资建议:**重组完成后,公司将成为A股上市工程设计领域龙头公司,短期来看公司存在中交内部设计业务整合的预期,长期来看公司作为设计领域的“国家队”具有较强的竞争壁垒,未来将充分受益于一带一路背景下海外大基建业务的快速发展。**假如考虑公司资产重组完成,我们预计公司2022-2024年EPS各为0.81元、0.91元、1.03元/股,目前股价对应PE各为14.7x、13.0x、11.6x,若剔除溢余资产影响,对应PE分别为11.9x、10.6x、9.4x。**考虑到公司作为设计行业龙头具有较强的竞争优势(人均创收远超同业、跨区域发展不受影响、近三年ROE均维持10%以上),预计将享有一定龙头估值溢价;考虑到公司重组后保有大量溢余资产,参考可比公司估值,我们给予公司2023年18x PE估值,目标价16.42元/股,首次覆盖,给予“推荐”评级。
- ❖ **风险提示:**交易被暂停、终止、取消或调整;同业竞争问题解决不及预期;基础设施投资规模波动,海外业务推进不及预期。

主要财务指标(收盘价截至2023/2/14)

	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入(百万)	7,673	7,875	7,936	7,945
同比增速(%)	-1.8%	2.6%	0.8%	0.1%
归母净利润(百万)	948	783	939	1,041
同比增速(%)	-34.1%	-17.4%	20.0%	10.8%
每股盈利(元)	1.22	1.01	1.21	1.34
市盈率(倍)	10	12	10	9
市净率(倍)	1.1	1.1	1.0	0.9

资料来源:公司公告,华创证券预测 **注:由于并购尚未完成,盈利预测仍为原水泥业务**

推荐(首次)

目标价:16.42元

当前价:11.58元

华创证券研究所

证券分析师:王彬鹏

邮箱:wangbinpeng@hcyjs.com

执业编号:S0360519060002

证券分析师:鲁星泽

电话:021-20572575

邮箱:luxingze@hcyjs.com

执业编号:S0360520120001

证券分析师:郭亚新

邮箱:guoyaxin@hcyjs.com

执业编号:S0360522070002

公司基本数据

总股本(万股)	77,629.03
已上市流通股(万股)	77,616.27
总市值(亿元)	89.89
流通市值(亿元)	89.88
资产负债率(%)	29.89
每股净资产(元)	11.27
12个月内最高/最低价	16.72/9.60

市场表现对比图(近12个月)



投资主题

报告亮点

报告的与众不同或创新之处。1) 首次对祁连山资产重组方案及未来资产整合的方向进行全面的梳理；2) 深度分析中交设计的竞争优势：本文主要从行业壁垒分析、同业指标对比、海外业务增量三个维度判断中交设计目前的竞争力及未来的成长性。

投资逻辑

稀缺的工程设计“国家队”，首次覆盖并给予目标价 16.42 元/股。工程设计咨询领域本身存在较高的进入门槛与行业壁垒，公司资产重组若能完成，将成为 A 股工程设计龙头，项目经验、市场布局、人才储备均领先同行；成长性来看，海外业务在公司战略调整及一带一路背景下有望快速放量，国内业务在资产整合后，能够提升市政和房建设计市占率，远期空间有望进一步打开。

关键假设、估值与盈利预测

假如考虑公司资产重组完成，我们预计公司 2022-2024 年 EPS 各为 0.81 元、0.91 元、1.03 元/股，对应 PE 各为 14.7x、13.0x、11.6x，若剔除溢余资产（即货币资金减经营活动中最低现金保有量）影响，对应 PE 分别为 11.9x、10.6x、9.4x。考虑到公司作为设计行业龙头具有较强的竞争优势（人均创收远超同业、跨区域发展不受影响、近三年 ROE 均维持 10% 以上），预计将享有一定龙头估值溢价；同时一带一路政策有望带来出海业务新增量，公司海外业务有望迎来快速发展；我们给予公司 2023 年 18x 估值，目标价 16.42 元/股，首次覆盖，给予“推荐”评级。

目 录

一、 重大资产重组，公司转型或成设计领域龙头	5
二、 潜在整合预期，中交集团设计业务再梳理	6
三、 中交设计竞争优势凸显，一带一路有望带来出海业务新增量	8
四、 中交设计盈利预测及估值	10
五、 风险提示	13

图表目录

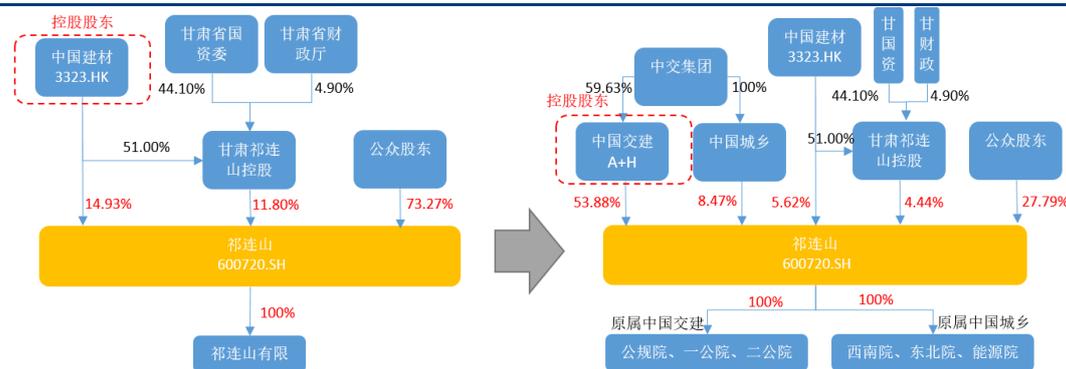
图表 1	资产重组前后上市公司股权结构变化情况（不考虑募集配套资金）	5
图表 2	重组前后公司财务指标及估值变化（不考虑募集配套资金）	6
图表 3	中交集团主要设计资产梳理	6
图表 4	六家设计院特色业务简介	7
图表 5	六家设计院重组估值及 2021 年主要财务指标（万元）	7
图表 6	中国交建剩余公路、市政设计业务收入（万）	8
图表 7	21 年中国交建剩余设计院盈利情况对比（万）	8
图表 8	人均创收：中交设计 vs 可比设计公司（万）	9
图表 9	研发费用：中交设计 vs 可比设计公司（万）	9
图表 10	阿尔及利亚东西高速公路项目	9
图表 11	马来西亚槟城第二跨海大桥项目	9
图表 12	置入主要设计院海外业务收入占比	10
图表 13	中国交建海外新签合同金额占比	10
图表 14	公路、市政设计行业规模测算	10
图表 15	中交设计业务拆分及收入预测（百万元）	11
图表 16	中交设计盈利预测及假设重组完成后对应估值（百万元）	12
图表 17	可比公司估值表	12

一、重大资产重组，公司转型或成设计领域龙头

2022年5月12日，公司公告重大资产重组交易预案，拟将中交集团旗下六家设计院置入公司体内实现重组上市，并剥离公司原有水泥业务。1) 公司拟将其水泥业务全部资产置出上市公司体内，并与中交集团旗下六家设计院（包括中国交建下属公规院、一公院、二公院以及中国城乡下属西南院、东北院、能源院，下文统称为中交设计）100%股权中的等值部分进行资产置换；2) 公司拟向中国交建、中国城乡分别发行股份用于购买拟置入资产与拟置出资产的差额部分；3) 公司拟向特定投资者（不超过35名）以非公开发行的方式募集配套资金，用于支付相关交易税费、置入资产项目建设、补充上市公司及置入资产流动资金、偿还债务等。

近日，公司公告重组具体方案，确立交易执行价格。经评估，本次交易拟置出资产（祁连山水泥集团有限公司100%股权）作价约104.30亿元，拟置入资产（六家设计院100%股权）作价约235.03亿元，两者评估值差额约为130.73亿元。据此，公司拟以10.17元/股的价格向中国交建、中国城乡共发行12.85亿股用于购买拟置入资产与拟置出资产的差额部分，并拟通过非公开发行股份的方式向特定投资者募集不超过34.02亿元配套资金。若不考虑募集配套资金，上市公司总股本将由7.76亿增至20.62亿，中国交建和中国城乡合计持股比例为62.35%，中国交建成为上市公司的控股股东，中交集团成为上市公司实际控制人（若考虑配套资金，上市公司总股本增至22.95亿，中国交建和中国城乡合计持股比例为56.02%）。

图表 1 资产重组前后上市公司股权结构变化情况（不考虑募集配套资金）



资料来源：华创证券

注：持股比例数据截至交易报告书签署日

若重组完成，即中交集团旗下的设计资产实现分拆上市，而上市公司主业将由水泥业务变更为设计业务，资产规模、收入体量以及盈利能力均将得到大幅提升。根据中审众环出具的《备考审计报告》，本次交易完成后，公司的总资产规模将由原先115.9亿元提升至264.02亿元，营业收入由76.7亿元提升至130.3亿元，净资产收益率由11.50%提升至12.39%（以上均为2021年财务数据），资产规模、收入体量及盈利能力均得到大幅提升。从2022年前三季度的数据来看，重组后公司归母净利润为8.08亿元，净资产收益率仅为7.82%；根据公司2023年1月11日披露的《重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》，主要系设计行业利润存在一定季节性因素，第四季度净利润占比通常接近全年的一半。根据《草案》，预计中交设计2022年全年归母净利润为16-17亿（未审计），对应全年EPS为0.78-0.82元/股；同比增速15.6%左右。

图表 2 重组前后公司财务指标及估值变化（不考虑募集配套资金）

财务指标	重组前		重组后	
	2021A	2022Q1-Q3	2021A	2022Q1-Q3
资产总额（万元）	1,159,081	1,363,359	2,640,272	2,832,485
归母净资产（万元）	824,077	875,079	1,168,337	898,259
营业收入（万元）	767,254	645,965	1,303,417	809,822
利润总额（万元）	121,378	109,783	173,513	98,395
归母净利润（万元）	94,752	84,214	144,739	80,774
基本每股收益（元）	1.22	1.08	0.7	0.39
净资产收益率	11.50%	9.85%	12.39%	7.82%
市盈率(倍)	9.71	10.97	16.93	-
市净率(倍)	1.12	1.05	2.09	2.72

资料来源：备考审计报告，华创证券（注：股价截至 2023 年 2 月 14 日收盘价）

二、潜在整合预期，中交集团设计业务再梳理

中交集团是国内最大港口设计服务供应商以及主要的道路桥梁设计服务供应商，其设计业务资产分布在中国交建和中国城乡 2 家子公司旗下。其中，中国交建拥有包括 3 大公路院、5 大水运院在内的集团绝大部分设计资产；中国城乡则主要控股 3 家市政院。根据中交集团 2022 年度第二期中期票据募集说明书，中交集团 2021 年设计业务总收入达 514.27 亿，其中中国交建同年设计业务收入为 475.93 亿，占比达 92.5%；中国城乡旗下 3 家市政院收入为 21.22 亿，占比为 4.1%。

图表 3 中交集团主要设计资产梳理

所属二级公司	主要设计资产	业务性质	主营业务类型
中国交建	公规院（拟置入上市）	基建设计	公路设计
	一公院（拟置入上市）	基建设计	公路设计
	二公院（拟置入上市）	基建设计	公路设计
	水规院	基建设计	水运设计
	一航院	基建设计	水运设计
	二航院	基建设计	水运设计
	三航院	基建设计	水运设计
	四航院	基建设计	水运设计
	中咨集团	基建设计	EPC、公路工程
	中交养护	基建设计	基础设施养护
铁道院	基建设计	铁道设计	
中国城乡	西南院（拟置入上市）	基建设计	市政设计
	东北院（拟置入上市）	勘察设计	市政设计
	能源院（拟置入上市）	勘察设计	市政设计

资料来源：公司公告，各设计院官网，华创证券

本次拟置入的六家设计院主要聚焦于公路设计与市政设计。公规院、一公院、二公院为中国交建控股子公司，原先系交通部部属院。三家公路院均具备工程设计综合甲级资质和工程勘察综合甲级资质，在大跨径桥梁、超长高速公路、特长隧道等高精度项目上优势突出；西南院、东北院、能源院为中国城乡全资子公司，此前隶属建设部。其中西南院、东北院分别在当地的给排水、热力工程等市政领域存在技术优势；能源院则在城市燃气业务以及清洁供热、智慧供热业务具备一定特色。

图表 4 六家设计院特色业务简介

公司简称	公司全称	特色业务	专利权数量
公规院	中交公路规划设计院有限公司	大跨度桥梁、沉管隧道设计国际一流；高速公路及改扩建设计、基础设施运营维护和招标投标咨询领域国内领先	接近 260 项
一公院	中交第一公路勘察设计研究院有限公司	公路综合交通勘察设计业务保持国内一流，城建与市政业务实现高速增长与高质量发展并重	接近 500 项
二公院	中交第二公路勘察设计研究院有限公司	综合交通总体规划设计、山区高速公路、高速公路改扩建、复杂结构桥梁、山岭隧道与水下隧道、特殊岩土工程等领域具备突出优势	接近 400 项
西南院	中国市政工程西南设计研究总院有限公司	地理式污水处理厂设计、污泥处理厂设计、城市供水设计、地下综合管廊设计、水环境综合治理国内领先	接近 100 项
东北院	中国市政工程东北设计研究总院有限公司	在市政行业的全过程业务、市政工程、地下工程、环保产业具有技术优势	接近 70 项
能源院	中交城市能源研究设计院有限公司	城市燃气业务以及清洁供热、智慧供热业务；可以提供清洁、高效的综合解决方案；正在培育、形成化工能源领域优势	接近 30 项

资料来源：公司公告，华创证券

六家设计院盈利能力无较大差异，本次重组方案中估值相近。除能源院外，剩余五家设计院近 3 年 ROE 平均水平均在 10%-17% 之间，因此估值水平相近（东北院静态估值偏高因为 2021 年公司计提较大规模减值导致净利润大幅下滑；根据重组草案对东北院单体报表的预测，从 23 年开始，东北院盈利将稳步回升至正常水平，则对应 PE 估值与其他设计院差异较小）。从资产/收入体量上看三家公路院占比较高，其收入/估值占比为 85%/86%。

图表 5 六家设计院重组估值及 2021 年主要财务指标（万元）

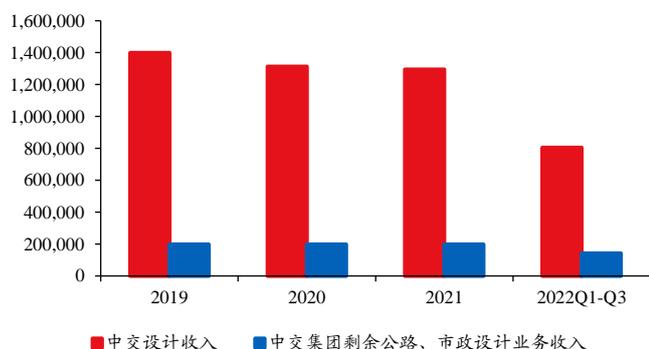
	评估价值	总资产	净资产	收入	净利润	ROE	PE	PB
公规院	720,030	632,839	349,209	336,378	49,415	14%	14.6	2.1
一公院	618,327	879,018	447,647	470,812	51,913	12%	11.9	1.4
二公院	677,985	730,955	403,430	356,115	37,473	9%	18.1	1.7
西南院	227,852	280,454	101,671	91,259	15,845	16%	14.4	2.2
东北院	94,106	312,197	41,759	112,326	3,721	9%	25.3	2.3
能源院	12,014	14,233	10,009	8,596	729	7%	16.5	1.2
加总合计	2,350,313	2,849,695	1,353,725	1,375,485	159,097	12%	14.8	1.7

资料来源：公司公告，华创证券

除中交设计外，中交集团仍存在一定规模的设计业务，后续仍有进一步整合空间。根据本次交易重组草案披露，中交集团关于剩余公路、市政设计业务（截至 2021 年该部分资产收入约 19.7 亿）的同业整合将于三年内完成，若以资产注入上市公司的形式推进，预计将为公司贡献 15% 左右收入；此外，若未来能将水规院、一航院等水运设计院及部分

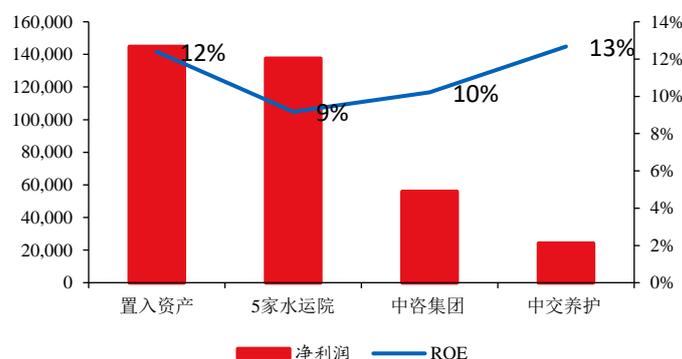
其他行业设计院纳入上市公司体内，则将带来更大的收入及利润贡献。

图表 6 中国交建剩余公路、市政设计业务收入（万）



资料来源：公司公告，华创证券

图表 7 21 年中国交建剩余设计院盈利情况对比（万）



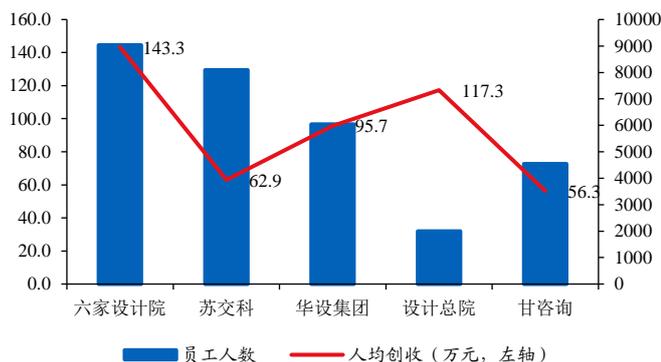
资料来源：公司公告，华创证券

三、中交设计竞争优势凸显，一带一路有望带来出海业务新增量

行业层面看，工程设计咨询领域存在较强行业壁垒。工程设计咨询主要包括工程前期立项阶段咨询、勘察设计阶段咨询、施工阶段咨询、投产或交付使用后的评价等工作，实际上属于轻资产性质的服务业。我国一直对工程设计咨询行业实行资质管理，申请从业资质的企业需在注册资本、专业技术人员、技术装备和以往设计业绩等方面满足相应的要求，才能取得相应等级的许可证书，因此行业的进入门槛较高；此外，在招标过程中，设计企业以往项目的业绩情况、与客户的合作关系、从业积累的品牌和市场声誉均是客户考察的重要因素，项目经验丰富、行业地位领先的头部企业更易中标，因此工程设计咨询领域存在较强的行业壁垒。

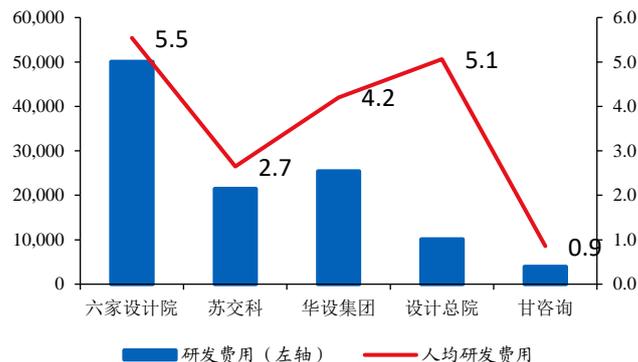
中交设计在行业内具备明显优势。股东背景方面，公司实控人中交集团是中国领先的交通基建企业，为公司带来良好的信用背书；项目经验方面，公司各设计院自上世纪五十年代起即参与负责多个国家重点项目，在大型项目、复杂项目的经验储备上处于领先地位；市场布局方面，公司下属分院及子公司分布全国数十个省市，项目遍布各地；品牌荣誉方面，公司自成立以来获得国际、国家、省部级等各类工程、设计奖项共计 2000 余项，其中国际大奖 20 余项，积累了良好的声誉；技术储备方面，公司研发费用/人均研发费用均大幅优于同行，此外公司拥有全国工程勘察设计大师 8 人，享受国务院津贴 65 人，人才技术优势明显。得益于前述五大优势，我们认为公司已在设计领域构建深厚的护城河，从人均创收的角度来看，公司的创收能力远超同行。

图表 8 人均创收：中交设计 vs 可比设计公司 (万)



资料来源：公司公告，华创证券

图表 9 研发费用：中交设计 vs 可比设计公司 (万)



资料来源：公司公告，华创证券

中交设计海外业务在**项目规模、项目质量和技术创新**方面具有明显优势。在海外项目方面，公司致力于成为“一带一路”交通融通的先锋队，先后承担约 30 个国家的各类项目百余个，是中国企业在设计领域践行“走出去”战略的排头兵。公司海外代表项目包括第十五届中国土木工程詹天佑奖、2020-2021 年度国家优质工程金奖项目——阿尔及利亚东西高速公路，牙买加历史上最大的交通运输类项目——牙买加南北高速公路，东南亚地区最大的桥梁工程——马来西亚槟城第二跨海大桥，孟加拉国的第一座水下隧道/中国企业在海外承建的首个采用盾构法建设的水下大直径隧道项目——孟加拉卡纳普里河底隧道等，公司在项目规模、项目质量和技术创新方面处于领先地位。

图表 10 阿尔及利亚东西高速公路项目



资料来源：公司公告，华创证券

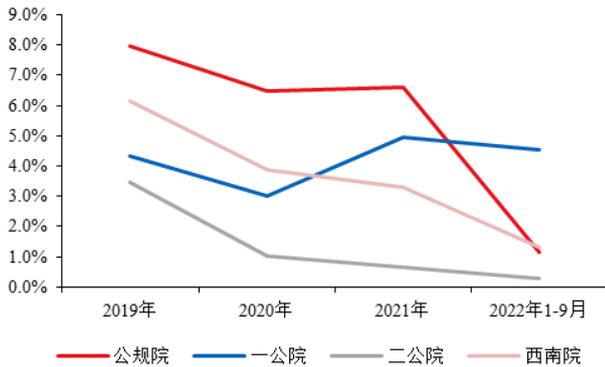
图表 11 马来西亚槟城第二跨海大桥项目



资料来源：公司公告，华创证券

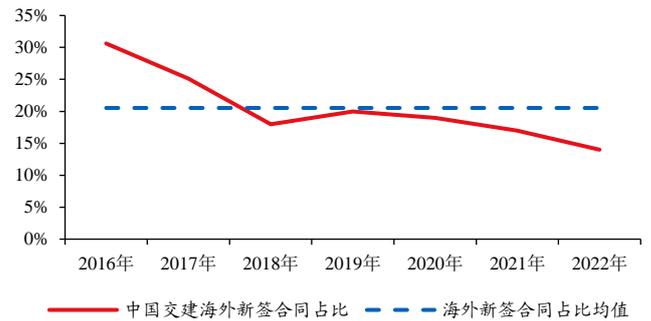
一带一路有望带来海外业务新增量。一带一路作为新时代我国重要的对外开放政策，支持在基建、能源、交运、贸易等重点经济领域与沿线国家开展深度合作，其中交通类基建项目是重要内容。今年适逢一带一路战略提出十周年之际，随着一带一路政策的深入推进，中交设计凭借海外项目的技术经验有望实现海外业务收入的进一步提升。**中交设计海外业务收入占比仍然有较大的提升空间。**本次置入的 6 家设计院中公规院、一公院、二公院和西南院近三年存在海外业务，而东北院只在 2019 年存在少量海外业务。截至 2022 年 9 月末，公规院、一公院、二公院和西南院海外业务收入占比分别为 1.1%、4.5%、0.3%和 1.3%，而中国交建近年来海外新签合同占比为 20%左右（即便受疫情管控影响，2022 年也达到 14%），假设海外业务占比能提高到与中国交建同水平，则预计公司海外业务提升空间潜力巨大。

图表 12 置入主要设计院海外业务收入占比



资料来源：公司公告，华创证券

图表 13 中国交建海外新签合同金额占比



资料来源：公司公告，华创证券

四、中交设计盈利预测及估值

我们预计中交设计 2022-2025 年营业收入复合增速将维持在 13% 以上，主要驱动因素为：1) 公路与市政设计行业整体增速仍然有望维持较快水平，同时公司作为设计领域“国家队”，市场份额有望提升；2) 一带一路背景下公司海外业务有望快速发展。具体测算过程如下。

1、行业空间测算

1) 公路设计行业市场规模：2016-2022 年，我国公路建设固定资产投资完成额复合增速约为 8.07%；考虑到“十四五”期间我国仍将继续推动高速公路网络完善及普通省道和农村公路建设等重点任务，且公路存量市场更新改造仍具有巨大市场空间，我们假设 2023-2025 年公路建设固定资产投资增速等于 2020-2022 年复合增速；则 2025 年公路建设固定资产投资完成额有望达到 3.57 万亿。根据《工程勘察设计收费导则》，保守假设公路设计收费比例为 1.8%，则 2025 年公路设计行业市场规模有望达到 642 亿。

2) 市政设计行业市场规模：2016-2022 年，我国公共设施管理业固定资产投资复合增速为 4.79%；考虑到我国城市基础设施升级、综合开发等领域仍有较大提升空间，我们假设 2023-2025 年公共设施管理业固定资产投资增速等于 2020-2022 年复合增速，则 2025 年公共设施管理业固定资产投资额有望达到 8.52 万亿。根据住建部《2020 全国工程勘察设计企业统计资料汇编》，2020 年市政设计行业规模为 542 亿；保守假设市政设计行业增速与公共设施管理业固定资产投资复合增速持平，则 2025 年市政设计行业市场规模有望达到 667 亿。

图表 14 公路、市政设计行业规模测算

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2016-2022 复合增速	2020-2022 复合增速
交通固定资产投资：公路建设（亿）	24,312	25,995	28,335	30,589	33,023	35,650		
yoy	11.0%	6.9%	9.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.07%	7.96%
公路设计收费比例：	1.80%	1.80%	1.80%	1.80%	1.80%	1.80%		
公路设计行业规模（亿）	438	468	510	551	594	642		
固定资产投资：公共设施管理业（亿）	69,196	68,297	75,194	78,386	81,713	85,181	4.79%	4.24%
yoy	-1.4%	-1.3%	10.1%	4.2%	4.2%	4.2%		

市政设计行业市场规模（亿）	542	535	589	614	640	667		
---------------	-----	-----	-----	-----	-----	-----	--	--

资料来源：华创证券

注：由于2022年公路建设固定资产投资完成额尚未披露，全年累计同比参考11月累计同比增速测算

2、中交设计收入测算

我们将中交设计主营业务拆分为公路设计业务、市政设计业务、海外业务。我们近似划分公规院、一公院、二公院在国内的业务均属于公路设计业务；西南院、东北院、能源院在国内的业务均属于市政设计业务；将中交设计海外收入归于海外业务中（实际上中交设计六所设计院均存在少量施工业务，且三家公路院也有部分市政设计业务，因此该测算结果会略高估中交设计公路设计业务的营业收入）。根据上述测算方式，2021年中交设计公路设计、市政设计、海外业务的营收分别为104.97亿、19.68亿、4.78亿（注：由于六家设计院收入加总与中交设计合并口径略有区别，我们依据收入比例对其做了相应调整）。

1) 公路设计业务：考虑到中交设计在公路设计领域优势明显，且在大型项目获取上市占率更高，我们假设公司2022-2025年公路设计业务增速比行业增速分别要高1.5、1.4、1.3、1.2个百分点，则对应收入规模分别为116.0亿、126.8亿、138.6亿、151.3亿元。

2) 市政设计业务：根据我们测算，目前中交设计在市政设计领域市场份额仍然偏低，（公司2020年收入21.55亿，按照2020年542亿市场规模对应市场份额为4%）在公司“大交通”、“大城市”战略的持续推进以及未来市政设计领域的整合推进下，我们假设公司自2020年开始市占率每年提升0.2个百分点，到2025年公司市场份额将提升至5%，则2022-2025年收入规模分别为25.9亿、28.3亿、30.7亿、33.4亿元。

3) 海外业务：目前中交设计海外收入占比仅为4%左右，对比中国交建14%的海外订单比例仍然偏低。考虑到公司海外业务在项目规模、项目质量和技术创新方面具有明显优势，我们预计公司将持续加大海外业务拓展力度，未来海外收入比重有望快速上升。我们假设到2025年公司海外收入占比将提升至15%，则2022-2025年收入规模分别为7.5亿、14.4亿、23.1亿、32.6亿元。

图表 15 中交设计业务拆分及收入预测（百万元）

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
公路设计	11,447	10,550	10,497	11,599	12,684	13,858	15,127
yoy		-7.8%	-0.5%	10.5%	9.4%	9.3%	9.2%
占比	82%	80%	81%	78%	75%	72%	70%
市政设计	1,863	2,155	1,968	2,592	2,825	3,073	3,337
yoy		15.7%	-8.7%	31.7%	9.0%	8.8%	8.6%
市占率		4%	4.2%	4.4%	4.6%	4.8%	5.0%
占比	13%	16%	15%	17%	17%	16%	15%
海外业务	683	429	478	747	1,441	2,309	3,258
占比	4.9%	3.3%	3.7%	5.0%	8.5%	12.0%	15.0%
总计	13,993	13,133	12,943	14,938	16,950	19,240	21,722
yoy		-6.1%	-1.4%	15.4%	13.5%	13.5%	12.9%

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：标红为预测值

估值：根据上述测算结果，我们预计中交设计2022-2024年EPS各为0.81元、0.91元、

1.03 元/股；假若该资产为已置入上市公司的状态，则目前股价对应 2022-2024 年 PE 各为 14.7x、13.0x、11.6x（总股本假设为 20.62 亿，即重组完成且不考虑配套资金的股数；股价为上市公司 2023 年 2 月 14 日收盘价）；此外考虑到公司目前仍保有约 45 亿溢余资产（即货币资金减经营活动中最低现金保有量），若剔除溢余资产对公司估值的影响（计算方法：总市值减去 45 亿后除以总股本），对应 PE 分别为 11.9x、10.6x、9.4x。

假如公司资产重组完成，考虑到中交设计作为设计行业龙头具有较强的竞争优势（人均创收远超同业、跨区域发展不受影响、近三年 ROE 均维持 10% 以上），预计将享有一定龙头估值溢价；考虑到公司重组后保有大量溢余资产，参考可比公司估值我们给予公司 2023 年 18x PE 估值，目标价 16.42 元/股，首次覆盖，给予“推荐”评级。

图表 16 中交设计盈利预测及假设重组完成后对应估值（百万元）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	13,133	12,943	14,938	16,950	19,240
营业收入增长率	-6.1%	-1.4%	15.4%	13.5%	13.5%
归母净利润	1,379	1,427	1,668	1,880	2,115
归母净利润增长率	-11.4%	3.5%	16.9%	12.7%	12.5%
每股净资产	4.79	5.28	4.53	5.28	6.10
基本每股收益	0.67	0.69	0.81	0.91	1.03
净资产收益率	14.0%	13.1%	17.8%	17.3%	16.8%
PE	17.7	17.1	14.7	13.0	11.6
PB	2.47	2.24	2.61	2.24	1.94
PE（剔除溢余资产）	14.5	14.0	11.9	10.6	9.4
PB（剔除溢余资产）	2.02	1.83	2.13	1.83	1.59

资料来源：华创证券 注：股数假设为 20.62 亿（即不考虑配套资金）；股价为 2 月 14 日收盘价

图表 17 可比公司估值表

股票代码	公司名称	市值	收盘价	P/E				ROE(%)			
				2020A	2021A	2022E	2023E	2020A	2021A	2022A	2023A
002883.SZ	中设股份	19.08	12.21	21.4	26.0	-	-	13.4	10.1	-	-
300284.SZ	苏交科	75.52	5.98	15.0	13.2	13.8	12.7	7.6	6.1	6.6	7.0
603357.SH	设计总院	46.57	9.96	12.5	11.7	10.7	10.1	13.9	13.5	13.5	13.3
603018.SH	华设集团	55.32	8.09	7.7	8.8	7.8	6.7	17.4	15.9	16.1	16.2
600629.SH	华建集团	48.55	5.00	15.1	9.6	-	-	5.8	10.1	-	-
300746.SZ	汉嘉设计	22.66	10.04	32.4	22.8	32.0	28.7	5.7	7.7	5.2	5.7
003013.SZ	地铁设计	70.20	17.55	22.5	19.7	-	-	15.7	18.6	-	-
	平均			18.1	16.0	16.1	14.6	11.4	11.7	10.3	10.5
	中交设计			17.7	17.1	14.6	13.0	14.0	13.1	17.8	17.3
	中交设计（剔除溢余资产）			14.5	14.0	11.9	10.6	14.0	13.1	17.8	17.3

资料来源：华创证券

注：除中交设计外，其余可比公司 ROE、EPS 等预测使用 wind 一致预期，截止 2023/2/14

五、风险提示

1、交易被暂停、终止、取消或调整的风险：

本次交易存在如下被暂停、中止、取消或调整的风险：上市公司股价异常波动或异常交易可能涉嫌内幕交易、拟置入资产出现无法预见的业绩下滑、交易各方无法就调整和完善的交易方案的措施达成一致等，则本次交易可能被暂停、终止、取消或调整。

2、同业竞争问题解决不及预期风险：

重组完成后，公司与中交集团旗下其他设计院将存在同业竞争问题，根据草案中交集团、中国交建、中国城乡分别出具《避免同业竞争的承诺函》，承诺于承诺函出具之日起三年内稳妥推进符合注入祁连山条件的相关资产及业务的整合以解决同业竞争问题，但各设计院的公司治理结构、人员储备、经营管控、客户资源、运营经验技术以及业务制度管理等方面存在较大差异，可能存在整合工作无法顺利完成，同业竞争问题难以解决的风险。

3、基础设施投资规模波动风险：

重组完成后，公司提供工程设计咨询服务的行业为交通、市政、建筑、环境等基础设施建设行业，主要客户为政府部门和相关投资单位。长期以来，我国经济和城镇化建设快速发展，固定资产投资总量大，政府部门和相关投资单位的固定资产投资一直保持着较大规模并不断增长，形成了工程设计咨询服务行业稳定且日益扩大的客户群体。但是，基础设施投资规模受国家经济政策、经济周期的影响较大，未来可能发生波动，从而影响标的公司的经营业绩。

4、海外业务推进不及预期风险：

重组完成后，公司海外业务的开展受国家政策、国际政治局势、当地竞争环境及自然灾害等外部因素影响较大，若外部环境发生不利影响或公司战略方针发生重大调整，则公司海外业务推进可能不及预期。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	737	1,173	1,853	2,560
应收票据	0	0	0	0
应收账款	438	450	453	454
预付账款	23	24	24	23
存货	826	884	865	848
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	435	423	426	427
流动资产合计	2,459	2,954	3,621	4,312
其他长期投资	2	2	2	2
长期股权投资	133	133	133	133
固定资产	7,157	6,672	6,563	6,493
在建工程	134	526	576	586
无形资产	1,002	990	990	984
其他非流动资产	704	832	849	876
非流动资产合计	9,132	9,155	9,113	9,074
资产合计	11,591	12,109	12,734	13,386
短期借款	0	179	162	137
应付票据	219	234	229	225
应付账款	956	1,023	1,001	982
预收款项	0	0	0	0
合同负债	149	152	154	154
其他应付款	159	159	159	159
一年内到期的非流动负债	47	47	47	47
其他流动负债	243	247	245	242
流动负债合计	1,773	2,041	1,997	1,946
长期借款	388	328	268	208
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	383	383	383	383
非流动负债合计	771	711	651	591
负债合计	2,544	2,752	2,648	2,537
归属母公司所有者权益	8,241	8,485	9,134	9,809
少数股东权益	806	872	952	1,040
所有者权益合计	9,047	9,357	10,086	10,849
负债和股东权益	11,591	12,109	12,734	13,386

现金流量表

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,447	1,617	1,679	1,776
现金收益	1,658	1,590	1,720	1,824
存货影响	-340	-58	19	16
经营性应收影响	1	11	31	29
经营性应付影响	325	83	-27	-23
其他影响	-198	-9	-64	-70
投资活动现金流	-1,238	-760	-661	-658
资本支出	-728	-640	-646	-633
股权投资	-2	0	0	0
其他长期资产变化	-508	-120	-15	-25
融资活动现金流	-605	-421	-338	-411
借款增加	-16	119	-77	-85
股利及利息支付	-587	-326	-410	-475
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-2	-214	149	149

利润表

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	7,673	7,875	7,936	7,945
营业成本	5,554	5,947	5,817	5,707
税金及附加	131	114	118	123
销售费用	90	92	93	93
管理费用	663	661	659	651
研发费用	0	0	0	0
财务费用	-1	-3	-4	-4
信用减值损失	-31	-26	-28	-27
资产减值损失	-44	-24	-34	-29
公允价值变动收益	30	-10	4	8
投资收益	20	-5	3	3
其他收益	65	65	65	65
营业利润	1,278	1,067	1,267	1,397
营业外收入	9	8	9	9
营业外支出	73	73	73	73
利润总额	1,214	1,002	1,203	1,333
所得税	186	153	184	204
净利润	1,028	849	1,019	1,129
少数股东损益	80	66	80	88
归属母公司净利润	948	783	939	1,041
NOPLAT	1,027	846	1,016	1,125
EPS(摊薄) (元)	1.22	1.01	1.21	1.34

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入增长率	-1.8%	2.6%	0.8%	0.1%
EBIT 增长率	-33.6%	-17.6%	20.0%	10.8%
归母净利润增长率	-34.1%	-17.4%	20.0%	10.8%
获利能力				
毛利率	27.6%	24.5%	26.7%	28.2%
净利率	13.4%	10.8%	12.8%	14.2%
ROE	10.5%	8.4%	9.3%	9.6%
ROIC	13.2%	10.6%	11.8%	12.2%
偿债能力				
资产负债率	21.9%	22.7%	20.8%	19.0%
债务权益比	9.0%	10.0%	8.5%	7.1%
流动比率	1.4	1.4	1.8	2.2
速动比率	0.9	1.0	1.4	1.8
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.6
应收账款周转天数	19	20	20	21
应付账款周转天数	56	60	63	63
存货周转天数	43	52	54	54
每股指标(元)				
每股收益	1.22	1.01	1.21	1.34
每股经营现金流	1.86	2.08	2.16	2.29
每股净资产	10.62	10.93	11.77	12.64
估值比率				
P/E	10	12	10	9
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	10	10	10	9

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：由于并购尚未完成，盈利预测仍为原水泥业务

建筑建材组团队介绍

组长、首席分析师：王彬鹏

上海财经大学数量经济学硕士，4年建筑工程研究经验，曾就职于招商证券，2019年5月加入华创证券研究所。2019年新浪金麒麟建筑行业新锐分析师第一名。2020年新浪金麒麟建筑行业新锐分析师第二名，2020年金牛建筑行业最佳分析团队，2020年Wind建筑行业最佳分析师第五名。

分析师：鲁星泽

慕尼黑工业大学工学硕士。2015年加入华创证券研究所。2017年/2019年新财富评选房地产行业入围（第六名）/第三名团队成员；2018年/2019年水晶球评选房地产行业第四名/第三名团队成员；2018年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员；2019年金麒麟评选房地产行业第二名团队成员；2019年上证报评选房地产与建筑装饰行业第三名团队成员。

分析师：郭亚新

南开大学产业经济学硕士。2020年加入华创证券。2020年新浪金麒麟建筑行业新锐分析师第二名，2020年金牛建筑行业最佳分析团队，2020年Wind建筑行业最佳分析师第五名团队成员。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	公募机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	高级销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	刘懿	高级销售经理	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	蔡依林	销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	销售助理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	张嘉慧	销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	销售经理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
	王春丽	销售助理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	曹静婷	销售副总监	021-20572551	caojingting@hcyjs.com
	官逸超	销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	邵婧	高级机构销售	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com	
私募销售组	潘亚琪	销售总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	高级销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	高级销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹筠	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	王卓伟	销售助理	0755—82756805	wangzhuowei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522