

投资评级 优于大市 维持

高增长同时现金流大幅提升，海外项目执行加快

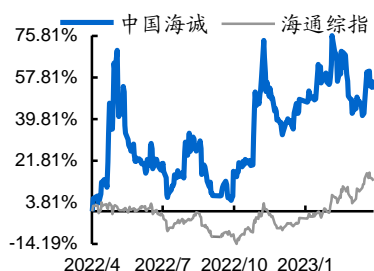
股票数据

04月27日收盘价(元)	12.27
52周股价波动(元)	7.45-14.37
总股本/流通A股(百万股)	428/416
总市值/流通市值(百万元)	5254/5109

相关研究

《轻工行业全过程龙头，开启高速发展新篇章》2023.02.22

《轻工行业全过程龙头，数字化/双碳驱动转型》2022.11.24

市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	9.0	4.5	9.0
相对涨幅(%)	9.6	5.9	13.6

资料来源：海通证券研究所

分析师:张欣劼

Tel:18515295560

Email:xzj12156@haitong.com

证书:S0850518020001

联系人:曹有成

Tel:18901961523

Email:cyc13555@haitong.com

联系人:郭好格

Tel:13718567611

Email:ghg14711@haitong.com

投资要点:

- 事件:** 公司 2022 年实现营收 57.20 亿元，同增 8.63%；归母净利润 2.07 亿元，同增 28.80%；扣非归母净利润 1.68 亿元，同增 12.60%。公司 2023 年一季度营收 12.11 亿元，同增 9.78%；归母净利润 0.52 亿元，同增 31.90%；扣非归母净利润 0.50 亿元，同增 24.96%。点评如下：
- Q4 收入、利润均有放缓，23Q1 恢复高增长。** 2022 年分季度看，Q1、Q2、Q3、Q4 营收分别同增 18.40%、3.21%、23.79%、-0.68%；归母净利润分别为 30.05%、20.31%、128.61%、-28.58%。2022 年分产品看，工程总承包、设计业务、监理业务、咨询业务、其他主营业务、其他业务分别实现营收 37.78、13.06、4.52、1.63、0.11、0.09 亿元，分别同增 12.91%、7.84%、-2.47%、-28.04%、27.91%、7.44%。**分地区看**，境内、境外实现营收 48.77、8.43 亿元，分别同增 7.74%、14.14%。
- 高增长同时经营性现金流大幅增加，ROE 创 2019 年以来新高。** 毛利率方面，2022 年公司毛利率上升 0.62 个百分点至 13.29%，主要是承包和设计的毛利率提升。**费用率方面**，2022 年公司期间费用率下降 0.76 个百分点至 7.28%。其中销售费用率上升 0.31 个百分点至 0.45%；管理费用率（含研发费用）下降 0.29 个百分点至 8.22%；财务费用率下降 1.37 个百分点至 -1.40%。公司 2022 年计提信用减值损失和资产减值损失共计 1.04 亿元，减值增加 0.62 亿元，同增 147.62%。净利率为 3.62%，同增 0.57 个百分点。ROE（加权）上升 2.07 个百分点至 13.15%。经营性现金流净流入 9.04 亿元，流入增加 4.75 亿元，同增 110.72%，其中收现比上升 15.35 个百分点至 119.50%，付现比提升 8.48 个百分点至 83.40%。23Q1 毛利率同减 0.22 个百分点至 13.58%。23Q1 公司期间费用率上升 0.29 个百分点至 7.91%。公司 23Q1 计提信用减值收益和资产减值损失共计 0.07 亿元，减值减少 0.13 亿元，同减 65.00%。净利率为 4.28%，同增 0.74 个百分点。经营性现金流净流出 3.44 亿元，流出增加 0.93 亿元，同增 37.05%，收现比下降 5.49 个百分点至 95.72%，付现比上升 10.20 个百分点至 103.92%。
- 新签订单大幅增长，预计海外项目执行加快。** 公司 2022 年全年实现新签订单 99.23 亿元，同增 49.36%，其中工程总承包业务新签订单 74.75 亿元，同增 83.09%。分地域看，境内业务新签订单 80.54 亿元，同增 31.38%；境外业务新签订单 18.69 亿元，同增 264.25%，增幅较大原因是南宁公司科特迪瓦阿比让可可加工总包项目 7 月份收到业主开工令，合同正式实施后计入本期订单总额。我们预计公司海外项目将明显提速。
- 盈利预测与评级。** 轻工行业全过程龙头，看好公司未来增长前景。我们预计公司 23-24 年 EPS 分别为 0.63 和 0.77 元，给予 23 年 26-27 倍市盈率，合理价值区间 16.38-17.01 元，维持“优于大市”评级。**风险提示。** 回款风险，业务拓展风险，政策风险。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5265	5720	7327	8974	10914
(+/-)YoY(%)	3.3%	8.6%	28.1%	22.5%	21.6%
净利润(百万元)	161	207	269	331	404
(+/-)YoY(%)	151.8%	28.8%	30.0%	23.0%	22.2%
全面摊薄 EPS(元)	0.38	0.48	0.63	0.77	0.94
毛利率(%)	12.7%	13.3%	12.4%	11.9%	11.4%
净资产收益率(%)	10.7%	12.6%	14.0%	15.0%	15.8%

 资料来源：公司年报（2021、2022），海通证券研究所
 请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明
 备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2021	2022	2023E	2021	2022	2023E
605598.SH	上海港湾	58.13	0.36	0.91	1.34	44.86	27.43	25.07
002051.SZ	中工国际	163.59	0.23	0.27	0.38	31.33	29.16	34.94
均值			0.30	0.59	0.86	38.10	28.30	30.01

注：收盘价为 2023 年 4 月 27 日价格，EPS 为 wind 一致预期，原可比公司高新发展暂无 22 年 wind 一致预期，故更换可比公司
资料来源：Wind，海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	5720	7327	8974	10914
每股收益	0.48	0.63	0.77	0.94	营业成本	4960	6417	7909	9668
每股净资产	3.85	4.50	5.16	5.96	毛利率%	13.3%	12.4%	11.9%	11.4%
每股经营现金流	2.11	2.39	2.61	2.93	营业税金及附加	24	30	37	45
每股股利	0.19	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
价值评估 (倍)					营业费用	26	33	41	50
P/E	25.37	19.52	15.88	13.00	营业费用率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
P/B	3.19	2.73	2.38	2.06	管理费用	263	331	377	437
P/S	0.92	0.72	0.59	0.48	管理费用率%	4.6%	4.5%	4.2%	4.0%
EV/EBITDA	3.13	2.99	-0.09	-2.68	EBIT	251	269	309	375
股息率%	1.5%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-80	-51	-65	-80
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-1.4%	-0.7%	-0.7%	-0.7%
毛利率	13.3%	12.4%	11.9%	11.4%	资产减值损失	-102	-10	-10	-10
净利润率	3.6%	3.7%	3.7%	3.7%	投资收益	0	1	1	1
净资产收益率	12.6%	14.0%	15.0%	15.8%	营业利润	234	308	363	444
资产回报率	3.4%	3.4%	3.6%	3.5%	营业外收支	-8	-14	-1	-1
投资回报率	13.7%	12.5%	12.6%	13.2%	利润总额	227	295	362	443
盈利增长 (%)					EBITDA	311	313	354	421
营业收入增长率	8.6%	28.1%	22.5%	21.6%	所得税	20	25	31	38
EBIT 增长率	18.6%	6.8%	15.0%	21.3%	有效所得税率%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%
净利润增长率	28.8%	30.0%	23.0%	22.2%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	207	269	331	404
资产负债率	72.8%	75.7%	75.8%	77.6%					
流动比率	1.25	1.23	1.23	1.21	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	0.99	0.98	0.97	0.97	货币资金	3428	4350	5316	6411
现金比率	0.79	0.73	0.77	0.73	应收账款及应收票据	572	1080	842	1496
经营效率指标					存货	2	9	5	12
应收账款周转天数	36.32	40.00	38.00	38.00	其它流动资产	1477	1865	2293	2768
存货周转天数	0.31	0.31	0.31	0.31	流动资产合计	5479	7302	8456	10687
总资产周转率	1.05	1.05	1.05	1.06	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	25.49	28.69	31.21	34.05	固定资产	239	271	304	337
					在建工程	48	81	111	141
					无形资产	61	67	72	78
					非流动资产合计	582	629	675	720
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	6061	7931	9131	11407
净利润	207	269	331	404	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	1874	2759	2951	4030
非现金支出	164	56	57	58	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-49	11	-2	-2	其它流动负债	2492	3198	3925	4778
营运资金变动	582	687	730	794	流动负债合计	4366	5957	6876	8808
经营活动现金流	904	1024	1116	1254	长期借款	0	0	0	0
资产	-91	-103	-90	-90	其它长期负债	47	47	47	47
投资	1	0	0	0	非流动负债合计	47	47	47	47
其他	0	1	1	1	负债总计	4413	6004	6923	8855
投资活动现金流	-90	-103	-89	-89	实收资本	428	428	428	428
债权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	1648	1928	2208	2553
股权募资	56	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-88	0	-60	-70	负债和所有者权益合计	6061	7931	9131	11407
融资活动现金流	-32	0	-60	-70					
现金净流量	818	921	967	1095					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 27 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

张欣劼 建筑工程行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 中国建筑国际,中国核建,中国海诚,四川路桥,中材国际,中国铁建,中粮科工,中国建筑,建发合诚,中国中铁,中国建筑兴业,中国能建,中国电建,深城交,苏文电能,志特新材,中国交建,华设集团,华阳国际,中国化学,江河集团,鸿路钢构,建科股份,上海港湾,森鹰窗业

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。