

Q1 业绩高增长，盈利能力小幅改善

华泰研究

2023年4月28日 | 中国内地/中国香港

季报点评

建筑施工

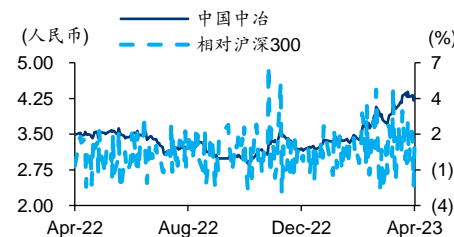
	1618 HK	601618 CH
投资评级:	买入(维持)	增持(维持)
目标价:	港币: 3.23	人民币: 5.70

研究员	方晏荷
SAC No. S0570517080007	fangyanhe@htsc.com
SFC No. BPW811	+(86) 755 2266 0892
研究员	黄颖
SAC No. S0570522030002	huangying018854@htsc.com
SFC No. BSH293	+(86) 21 2897 2228
研究员	张艺露
SAC No. S0570520070002	zhangyilu@htsc.com
	+(86) 10 6321 1166

基本数据

(港币/人民币)	1618 HK	601618 CH
目标价	3.23	5.70
收盘价(截至4月27日)	2.24	4.26
市值(百万)	46,421	88,283
6个月平均日成交额(百万)	32.12	422.84
52周价格范围	1.25-2.33	2.88-4.39
BVPS	4.47	6.86

股价走势图



资料来源: Wind

23Q1 营收/归母净利同比+22.4%/+25.8%

公司发布一季报:2023Q1 实现营收/归母净利/扣非归母净利 1445/33.7/32.8 亿元,同比+22.4%/25.8%/+27.2%。23Q1 累计新签订单 3258 亿元,同比+2.10%,其中新签工程订单 3146 亿,同比+1.31%。我们维持 23-25 年归母净利润预测为 118/133/148 亿元。A 股/H 股可比公司 23 年 Wind 一致预期均值 10x/4xPE,考虑相对 H 股可比,公司资源板块市场价值较高,认可给予 A 股/H 股 23 年 10x/5xPE,调整 A 股/H 股目标价至 5.70 元/3.23 港元(前值 4.84 元/2.60 港元),维持 A 股/H 股“增持”/“买入”评级。

23Q1 期间费用率优化,减值及少数股东占比降低提振净利率

23Q1 公司整体毛利率 9.45%,同比-1.06pct,期间费用率为 4.66%,同比-0.68pct,其中销售/管理/研发/财务费用率 0.46%/2.13%/1.95%/0.13%,同比-0.05/-0.23/-0.28/-0.12pct,财务费用 1.9 亿,同比-36.7%,主要系公司优化融资结构,资金成本下降,利息费用同比-1.9 亿,同时在收入高增影响下其他各项费用率显著优化。减值支出、少数股东损益占营收比重分别为 0.63%/0.70%,同比-0.09/-0.24pct,综合影响下,23Q1 公司归母净利率同比+0.06pct 至 2.33%。

资产负债结构优化,23Q1 积极开工短期经营性现金流出增加

23Q1 末公司有息负债率/资产负债率 14.1%/77.2%,同比-1.53/-1.30pct,较 22 年末+3.64/-0.12pct。23Q1 年公司经营活动净现金流-215.6 亿元,同比多流出 70.6 亿元,收、付现比分别为 83.1%/97.6%,同比-18.0/-18.8pct。23Q1 末公司应收票据及应收账款/合同资产/应付票据及应付账款/合同负债分别为 1076/1261/2382/733 亿元,较 22 年末+90/+193/+139/-7 亿元,23Q1 开工经营良好,合同负债持续消耗,合同资产及应收账款相应提升。

23Q1 新签订单同比+2.1%,积极拓展资源开发业务

23Q1 公司新签合同额 3258 亿元,同比+2.1%,其中新签合同额超过 5000 万的工程订单中,四大细分板块中房建/基建/冶金/其他分别新签合同额 1533/502/362/645 亿元,同比-11.7%/+17.8%/-20.7%/+64.0%,基建保持较高景气,新兴产业领域预计快速发展。资源开发是公司四大业务板块之一,截至 22 年末,已拥有巴布亚新几内亚瑞木镍钴矿项目、巴基斯坦山达克铜金矿项目、巴基斯坦杜达铝锌矿项目、巴基斯坦锡亚迪克铜矿项目、阿富汗艾娜克铜矿项目、洛阳中硅多晶硅项目,未来将积极跟踪“一带一路”沿线重点国家和地区的铜、镍、铅、锌等有色金属矿山,深耕巴基斯坦矿业市场。

风险提示:基建投资增速放缓,地产恢复不及预期,资源品价格超预期下跌。

经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(人民币百万)	500,572	592,669	669,875	746,671	818,733
+/-%	25.11	18.40	13.03	11.46	9.65
归属母公司净利润(人民币百万)	8,375	10,272	11,806	13,349	14,817
+/-%	6.52	22.66	14.93	13.07	11.00
EPS(人民币,最新摊薄)	0.40	0.50	0.57	0.64	0.71
ROE(%)	8.16	8.99	9.36	9.75	9.95
PE(倍)	10.54	8.59	7.48	6.61	5.96
PB(倍)	0.82	0.73	0.67	0.62	0.57
EV EBITDA(倍)	8.57	8.35	7.01	5.92	5.02

资料来源:公司公告、华泰研究预测

图表1: A股可比公司估值表 (2023/4/27)

公司名称	代码	股价 (元)	每股收益 (元)				P/E			
			2021	2022	2023E	2024E	2021	2022	2023E	2024E
中国交建	601800 CH	11.75	1.11	1.18	1.33	1.48	10.56	9.94	8.83	7.95
中钢国际	000928 CH	8.40	0.51	0.48	0.61	0.70	16.58	17.50	13.82	12.00
中国中铁	601390.CH	8.67	1.12	1.26	1.43	1.62	7.77	6.86	6.06	5.37
中国化学	601117 CH	10.11	0.76	0.89	1.09	1.28	13.33	11.41	9.32	7.87
平均值							12.06	11.43	9.51	8.30
中国中冶	601618 CH	4.26	0.40	0.50	0.57	0.64	10.54	8.59	7.48	6.61

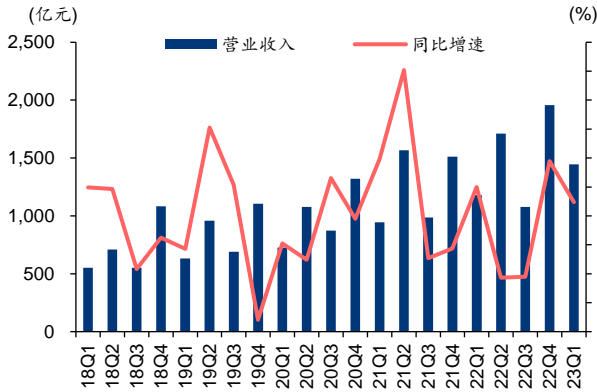
注: 除中国中冶为华泰预测, 盈利预测均来自 Wind 一致预期
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰研究预测

图表2: H股可比公司估值表 (2023/4/27)

公司名称	代码	股价 (港元)	每股收益 (元)				P/E			
			2021	2022	2023E	2024E	2021	2022	2023E	2024E
中国中铁	0390 HK	5.91	1.04	1.20	1.45	1.64	5.02	4.35	3.60	3.19
中国建筑国际	3311 HK	9.62	1.10	1.41	1.60	1.83	7.69	6.01	5.30	4.64
中国铁建	1186 HK	6.85	1.60	1.76	2.20	2.44	3.77	3.43	2.75	2.48
平均							5.50	4.60	3.88	3.43
中国中冶	1618 HK	2.24	0.40	0.50	0.57	0.64	4.89	3.98	3.47	3.07

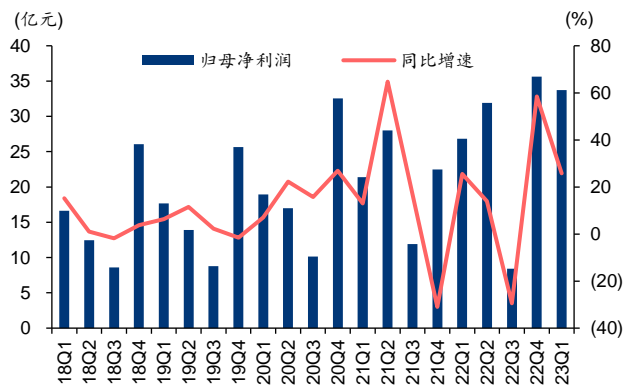
注: 除中国中冶为华泰预测, 盈利预测均来自 Wind 一致预期
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰研究预测

图表3: 单季度营业收入及同比增速



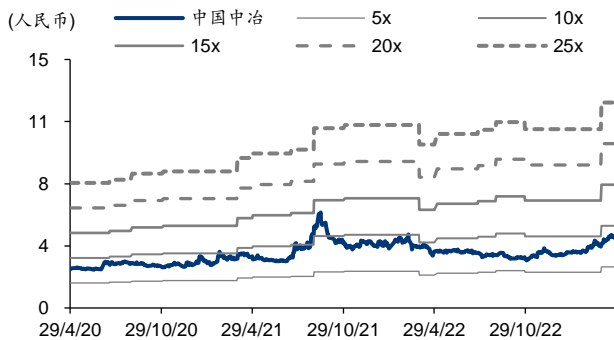
资料来源: Wind、华泰研究

图表4: 单季度归母净利润及同比增速



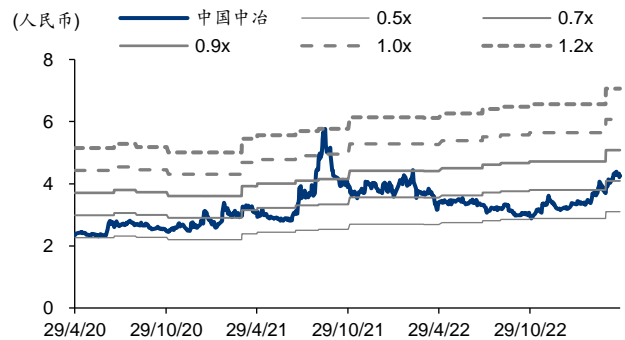
资料来源: Wind、华泰研究

图表5: 中国中冶 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表6: 中国中冶 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	412,316	438,206	476,544	512,596	548,033
现金	41,824	45,485	54,217	63,711	73,790
应收账款	83,882	93,440	103,582	105,277	113,052
其他应收账款	67,767	48,072	53,424	56,380	60,582
预付账款	46,111	36,353	44,351	52,046	53,658
存货	61,848	79,949	80,389	82,209	85,957
其他流动资产	110,884	134,908	140,579	152,973	160,996
非流动资产	131,155	147,179	151,715	161,387	169,262
长期投资	30,329	31,864	34,957	37,271	39,975
固定投资	25,118	25,411	26,499	29,071	30,873
无形资产	20,878	22,026	22,556	23,126	23,961
其他非流动资产	54,830	67,878	67,703	71,920	74,453
资产总计	543,470	585,384	628,259	673,983	717,295
流动负债	358,890	385,845	413,252	445,765	476,957
短期借款	21,396	20,193	27,829	24,668	23,521
应付账款	155,265	187,160	203,340	218,398	236,942
其他流动负债	182,229	178,492	182,082	202,699	216,493
非流动负债	33,193	37,631	39,961	38,350	34,057
长期借款	25,553	30,141	32,113	30,484	27,256
其他非流动负债	7,640	7,490	7,848	7,865	6,801
负债合计	392,082	423,475	453,213	484,114	511,014
少数股东权益	43,893	40,801	43,852	47,303	51,133
股本	20,724	20,724	20,724	20,724	20,724
资本公积	22,613	22,602	22,602	22,602	22,602
留存公积	40,648	48,079	60,449	74,435	89,960
归属母公司股东权益	107,495	121,108	131,194	142,567	155,149
负债和股东权益	543,470	585,384	628,259	673,983	717,295

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金	17,640	18,153	13,869	28,360	28,196
净利润	11,607	12,927	14,858	16,799	18,647
折旧摊销	3,926	1,472	1,300	1,435	1,597
财务费用	1,055	940.84	1,418	1,625	1,595
投资损失	1,793	1,523	1,700	1,700	1,700
营运资金变动	4,170	32,393	(1,312)	10,962	8,841
其他经营现金	(4,912)	(31,103)	(4,095)	(4,162)	(4,184)
投资活动现金	(12,567)	(6,559)	(8,098)	(12,086)	(10,439)
资本支出	(3,551)	(4,314)	(3,002)	(2,802)	(3,153)
长期投资	(1,836)	(4,884)	(3,093)	(2,314)	(2,704)
其他投资现金	(7,180)	2,639	(2,003)	(6,970)	(4,582)
筹资活动现金	(16,236)	(9,670)	2,961	(6,780)	(7,678)
短期借款	(7,856)	(1,203)	7,636	(3,162)	(1,146)
长期借款	(868.53)	4,588	1,972	(1,628)	(3,228)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	151.32	(11.33)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(7,663)	(13,044)	(6,647)	(1,990)	(3,304)
现金净增加额	(10,948)	2,251	8,732	9,493	10,079

资料来源:公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	500,572	592,669	669,875	746,671	818,733
营业成本	447,435	535,517	605,276	674,781	739,928
营业税金及附加	2,516	1,871	2,114	2,357	2,584
营业费用	2,743	2,883	3,215	3,509	3,848
管理费用	10,922	11,274	12,661	14,037	15,392
财务费用	1,055	940.84	1,418	1,625	1,595
资产减值损失	(1,624)	(1,360)	(1,340)	(1,493)	(1,556)
公允价值变动收益	177.93	(317.78)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(1,793)	(1,523)	(1,700)	(1,700)	(1,700)
营业利润	14,163	15,385	17,961	20,250	22,466
营业外收入	299.56	323.06	300.00	300.00	300.00
营业外支出	449.89	315.82	360.00	310.00	300.00
利润总额	14,012	15,392	17,901	20,240	22,466
所得税	2,405	2,465	3,043	3,441	3,819
净利润	11,607	12,927	14,858	16,799	18,647
少数股东损益	3,232	2,655	3,052	3,450	3,830
归属母公司净利润	8,375	10,272	11,806	13,349	14,817
EBITDA	17,411	17,074	20,485	22,703	24,840
EPS (人民币, 基本)	0.35	0.45	0.57	0.64	0.71

主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	25.11	18.40	13.03	11.46	9.65
营业利润	19.89	8.63	16.74	12.75	10.94
归属母公司净利润	6.52	22.66	14.93	13.07	11.00
获利能力 (%)					
毛利率	10.62	9.64	9.64	9.63	9.63
净利率	2.32	2.18	2.22	2.25	2.28
ROE	8.16	8.99	9.36	9.75	9.95
ROIC	11.88	13.77	15.35	17.92	20.16
偿债能力					
资产负债率 (%)	72.14	72.34	72.14	71.83	71.24
净负债比率 (%)	16.17	13.07	11.43	3.85	(3.23)
流动比率	1.15	1.14	1.15	1.15	1.15
速动比率	0.84	0.80	0.84	0.83	0.84
营运能力					
总资产周转率	0.95	1.05	1.10	1.15	1.18
应收账款周转率	6.53	6.68	6.80	7.15	7.50
应付账款周转率	3.10	3.13	3.10	3.20	3.25
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.40	0.50	0.57	0.64	0.71
每股经营现金流(最新摊薄)	0.85	0.88	0.67	1.37	1.36
每股净资产(最新摊薄)	5.19	5.84	6.33	6.88	7.49
估值比率					
PE (倍)	10.54	8.59	7.48	6.61	5.96
PB (倍)	0.82	0.73	0.67	0.62	0.57
EV EBITDA (倍)	8.57	8.35	7.01	5.92	5.02

免责声明

分析师声明

本人，方晏荷、黄颖、张艺露，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师方晏荷、黄颖、张艺露本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司