


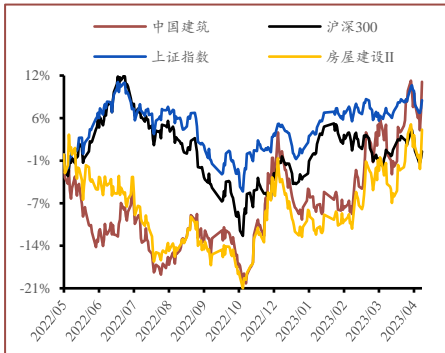
经营业绩略超预期，盈利质量不断提升

 证券研究报告

 **投资评级:增持(维持)**

| | |
|-------------|-------------------|
| 基本数据 | 2023-04-28 |
| 收盘价(元) | 6.57 |
| 流通股本(亿股) | 413.20 |
| 每股净资产(元) | 9.29 |
| 总股本(亿股) | 419.34 |

最近 12 月市场表现



分析师 毕春晖
 SAC 证书编号: S0160522070001
 bich@ctsec.com

相关报告

- 《建筑业务稳中向好，地产开发聚焦一二线》 2023-04-18
- 《建筑新签较快增长，地产销售显著复苏》 2023-03-13
- 《建筑业务继续发力，经营利润保持较快增长》 2022-11-01

核心观点

- ❖ **事件:** 公司公告 2023Q1 实现营收 5248.28 亿元同增 8.1%; 实现归母净利润 147.45 亿元同增 14.1%; 实现扣非归母净利润 145.75 亿元同增 27.6%。
- ❖ **建筑业务盈利继续提升，房地产销售开始企稳。** 公司 Q1 归母净利润增速超过收入增速，主要得益于 1) 建筑业务毛利率同比改善; 2) 上年同期下属子公司收购产生的少数股东损益较大，而当期少数股东损益同比减少。分业务看，公司房建、基建、房地产开发、勘设业务分别实现营收 3446/1200/509/25 亿元同比变动 7.8%/11.5%/-4.1%/5.6%，毛利率分别为 6.2%/8.4%/16.3%/14.0% 同比变动 0.3pct/0.6pct/-2.2pct/0.2pct。房建毛利率提升系公司加快非住宅业务拓展，公共建筑、工业建筑占比持续增加: 2023Q1 实现新签 7238 亿元同增 15.5%，其中工业厂房领域新签同增超 90%，教育设施、保障性住房同增均超 30%，住宅类地产新签同降 22%。基建业务毛利率提升系公司不断优化转型，聚焦细分赛道，在公路、生态环保、铁路以及机场领域实现较快增长，同时加强费用管控和运营管理: 2023Q1 实现新签 2438 亿元同增 18.8%，其中交通运输、高速公路、市政道路、能源工程分别同增 18.3%/122.2%/41.5%/126.5%。公司房地产业务 2023Q1 实现合约销售额 1124 亿元同增 82.8%; 合约销售面积 505 万平方米同增 74.9%; 2023Q1 新购置土地储备约 68 万平方米同降 20.9%，一季度末拥有土地储备约 9114 万平方米同降 9%。
- ❖ **地产业务承压拖累毛利率，经营性现金流同比改善。** 公司 2023Q1 销售毛利率为 8.09%同降 0.07pct，同比下滑主要系房地产开发业务毛利率下滑拖累; 期间费用率 3.65%同降 0.33%，其中公司销售/管理及研发/财务费用率分别为 0.33%/2.75%/0.58%，同比变动 0pct/-0.21pct/-0.12pct; 资产及信用减值损失率-0.05%同降 0.05pct; 归母净利率 2.81%同增 0.15pct。公司 2023Q1 经营性现金流净流出 654.24 亿元，比上年同期少流出 571.06 亿元; 收现比 102.17%同降 0.76pct; 付现比 114.93%同降 15.92pct。截止 1 季度末，公司应收账款及票据、存货+合同资产、应付账款及票据、预收账款+合同负债规模分别为 21 60.01/2128.22/444.68/1167.06 亿元，较年初分别变动-0.38%/-1.05%/6.18%/5.32%。
- ❖ **公司经营质量稳中有进，地产温和复苏下公司有望率先受益。** 近年来，公司坚持可持续发展，严控资产负债率水平，ROE 常年维持在 15%上下，对股东回报稳定分红率常年维持在 20%左右，看好“一利五率”考核下公司实现高质量发展: 2023Q1 加权平均 ROE 达 3.73%同比增加 0.1pct，经营+投资性现金流净流出 705.49 亿元同比少流出 626.25 亿元。地产业务方面，随着居民刚需逐步释放，公司作为头部房地产开发企业，在行业出清后市占率有望进一步提升，截至 Q1 公司土地储备 9114 万平方米处于较高水平，未来凭借较强的融资优势和市场口碑或率先受益。

- ❖ **投资建议：**我们预测公司 2023-2025 年归母净利润为 553.64/592.19/636.65 亿元，同比增速 8.66%/6.96%/7.51%，最新收盘价对应 2023-2025 年 PE 分别为 5.03/4.70/4.37 倍，维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**宏观经济下行风险，稳增长力度不及预期，客户信用风险。

盈利预测：

| | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业总收入(百万元) | 1892706 | 2055052 | 2288525 | 2567869 | 2852744 |
| 收入增长率(%) | 17.19 | 8.58 | 11.36 | 12.21 | 11.09 |
| 归母净利润(百万元) | 51549 | 50950 | 55364 | 59219 | 63665 |
| 净利润增长率(%) | 14.74 | -1.16 | 8.66 | 6.96 | 7.51 |
| EPS(元/股) | 1.25 | 1.23 | 1.31 | 1.40 | 1.50 |
| PE | 4.00 | 4.41 | 5.03 | 4.70 | 4.37 |
| ROE(%) | 14.91 | 13.26 | 12.59 | 11.87 | 11.32 |
| PB | 0.61 | 0.59 | 0.63 | 0.55 | 0.49 |

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

| 利润表(百万元) | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 财务指标 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 1892706.31 | 2055052.07 | 2288524.86 | 2567869.00 | 2852743.54 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 1677967.64 | 1840182.38 | 2054144.18 | 2308137.06 | 2566545.10 | 营业收入增长率 | 17.2% | 8.6% | 11.4% | 12.2% | 11.1% |
| 营业税费 | 14787.68 | 11755.22 | 13731.15 | 16691.15 | 18542.83 | 营业利润增长率 | 6.7% | -13.9% | 13.5% | 9.8% | 11.8% |
| 销售费用 | 6176.69 | 6543.63 | 7323.28 | 8217.18 | 9128.78 | 净利润增长率 | 14.7% | -1.2% | 8.7% | 7.0% | 7.5% |
| 管理费用 | 34641.26 | 33996.78 | 37760.66 | 42113.05 | 46499.72 | EBITDA 增长率 | 16.7% | -5.1% | 16.4% | 8.8% | 9.1% |
| 研发费用 | 40019.75 | 49753.24 | 54924.60 | 61628.86 | 68465.84 | EBIT 增长率 | 15.2% | -6.8% | 25.9% | 8.9% | 9.3% |
| 财务费用 | 11294.32 | 19673.76 | 16081.91 | 16559.70 | 16417.17 | NOPLAT 增长率 | 18.0% | -5.8% | 26.0% | 8.9% | 9.3% |
| 资产减值损失 | -3420.47 | -4955.81 | -5400.00 | -5580.00 | -5850.00 | 投资资本增长率 | 13.8% | 13.0% | 7.6% | 6.3% | 6.4% |
| 加:公允价值变动收益 | -236.59 | -116.30 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 净资产增长率 | 11.2% | 6.0% | 11.3% | 11.2% | 11.3% |
| 投资和汇兑收益 | 4703.37 | 5675.52 | 5721.31 | 6419.67 | 7131.86 | 利润率 | | | | | |
| 营业利润 | 100752.45 | 86733.09 | 98482.36 | 108159.19 | 120922.87 | 毛利率 | 11.3% | 10.5% | 10.2% | 10.1% | 10.0% |
| 加:营业外净收支 | 285.73 | 2102.35 | 100.00 | 300.00 | 900.00 | 营业利润率 | 5.3% | 4.2% | 4.3% | 4.2% | 4.2% |
| 利润总额 | 101038.19 | 88835.44 | 98582.36 | 108459.19 | 121822.87 | 净利率 | 4.1% | 3.4% | 3.4% | 3.3% | 3.3% |
| 减:所得税 | 23166.79 | 19623.67 | 21688.12 | 23861.02 | 26801.03 | EBITDA/营业收入 | 6.5% | 5.7% | 5.9% | 5.7% | 5.6% |
| 净利润 | 51548.58 | 50950.30 | 55363.85 | 59218.72 | 63664.63 | EBIT/营业收入 | 5.8% | 5.0% | 5.7% | 5.5% | 5.4% |
| 资产负债表(百万元) | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 运营效率 | | | | | |
| 货币资金 | 328008.56 | 335254.10 | 356261.28 | 388617.93 | 444489.43 | 固定资产周转天数 | 8 | 9 | 9 | 8 | 7 |
| 交易性金融资产 | 71.60 | 20.15 | 20.15 | 20.15 | 20.15 | 流动营业资本周转天数 | 33 | 33 | 40 | 43 | 43 |
| 应收帐款 | 180598.58 | 210431.62 | 239273.35 | 278699.36 | 320895.08 | 流动资产周转天数 | 331 | 333 | 325 | 320 | 319 |
| 应收票据 | 17745.61 | 6390.92 | 6323.10 | 8085.50 | 9347.94 | 应收帐款周转天数 | 32 | 34 | 36 | 38 | 39 |
| 预付帐款 | 49413.21 | 37223.16 | 41082.88 | 46162.74 | 51330.90 | 存货周转天数 | 148 | 144 | 143 | 141 | 140 |
| 存货 | 703452.11 | 771548.60 | 849648.88 | 948191.82 | 1037309.92 | 总资产周转天数 | 436 | 442 | 432 | 414 | 403 |
| 其他流动资产 | 111409.84 | 123911.88 | 123911.88 | 123911.88 | 123911.88 | 投资资本周转天数 | 236 | 246 | 238 | 225 | 216 |
| 可供出售金融资产 | | | | | | 投资回报率 | | | | | |
| 持有至到期投资 | | | | | | ROE | 14.9% | 13.3% | 12.6% | 11.9% | 11.3% |
| 长期股权投资 | 100854.39 | 111102.15 | 121102.15 | 129102.15 | 135102.15 | ROA | 2.2% | 1.9% | 1.9% | 1.9% | 1.9% |
| 投资性房地产 | 122696.80 | 147675.21 | 147675.21 | 147675.21 | 147675.21 | ROIC | 7.0% | 5.8% | 6.8% | 7.0% | 7.2% |
| 固定资产 | 43480.75 | 49844.41 | 53425.56 | 55651.71 | 56572.86 | 费用率 | | | | | |
| 在建工程 | 3703.10 | 3999.70 | 4449.70 | 4699.70 | 4749.70 | 销售费用率 | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.3% |
| 无形资产 | 22547.53 | 26203.63 | 29703.63 | 31273.63 | 31923.63 | 管理费用率 | 1.8% | 1.7% | 1.7% | 1.6% | 1.6% |
| 其他非流动资产 | 227496.32 | 269804.87 | 269804.87 | 269804.87 | 269804.87 | 财务费用率 | 0.6% | 1.0% | 0.7% | 0.6% | 0.6% |
| 资产总额 | 2395321.86 | 2652903.31 | 2839854.79 | 3067829.38 | 3313316.20 | 三费/营业收入 | 2.8% | 2.9% | 2.7% | 2.6% | 2.5% |
| 短期债务 | 59945.83 | 78154.16 | 71602.67 | 57306.43 | 50330.28 | 偿债能力 | | | | | |
| 应付帐款 | 517203.00 | 585744.27 | 612506.50 | 669791.87 | 741807.93 | 资产负债率 | 73.2% | 74.4% | 73.3% | 72.6% | 71.7% |
| 应付票据 | 7707.39 | 10303.98 | 9096.27 | 12702.80 | 11536.79 | 负债权益比 | 273.3% | 289.9% | 275.0% | 264.4% | 253.6% |
| 其他流动负债 | 80027.04 | 84744.73 | 84744.73 | 84744.73 | 84744.73 | 流动比率 | 1.34 | 1.31 | 1.36 | 1.39 | 1.41 |
| 长期借款 | 338776.76 | 398970.89 | 428970.89 | 448970.89 | 458970.89 | 速动比率 | 0.46 | 0.44 | 0.46 | 0.47 | 0.50 |
| 其他非流动负债 | 7459.20 | 4672.98 | 4672.98 | 4672.98 | 4672.98 | 利息保障倍数 | 7.89 | 5.76 | 5.38 | 5.68 | 6.12 |
| 负债总额 | 1753642.80 | 1972516.40 | 2082573.64 | 2225950.06 | 2376415.04 | 分红指标 | | | | | |
| 少数股东权益 | 296051.28 | 296064.77 | 317595.16 | 342974.61 | 374331.81 | DPS(元) | 0.25 | 0.25 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股本 | 41948.17 | 41934.43 | 41934.43 | 41934.43 | 41934.43 | 分红比率 | | | | | |
| 留存收益 | 284952.70 | 324108.30 | 379472.15 | 438690.87 | 502355.50 | 股息收益率 | 5.0% | 4.7% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 股东权益 | 641679.06 | 680386.91 | 757281.15 | 841879.32 | 936901.15 | 业绩和估值指标 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 现金流量表(百万元) | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | EPS(元) | 1.25 | 1.23 | 1.31 | 1.40 | 1.50 |
| 净利润 | 51548.58 | 50950.30 | 55363.85 | 59218.72 | 63664.63 | BVPS(元) | 8.24 | 9.16 | 10.49 | 11.90 | 13.42 |
| 加:折旧和摊销 | 11955.81 | 13301.92 | 5768.85 | 6073.85 | 6328.85 | PE(X) | 4.0 | 4.4 | 5.0 | 4.7 | 4.4 |
| 资产减值准备 | 12633.22 | 13547.72 | 13400.00 | 14580.00 | 15350.00 | PB(X) | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.5 |
| 公允价值变动损失 | 236.59 | 116.30 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | P/FCF | | | | | |
| 财务费用 | 10188.71 | 19031.89 | 24110.72 | 24903.62 | 25246.44 | P/S | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| 投资收益 | -4703.37 | -5675.52 | -5721.31 | -6419.67 | -7131.86 | EV/EBITDA | 3.8 | 5.1 | 4.8 | 4.3 | 3.6 |
| 少数股东损益 | 26322.82 | 18261.46 | 21530.39 | 25379.45 | 31357.21 | CAGR(%) | | | | | |
| 营运资金的变动 | -90661.19 | -103720.02 | -75804.42 | -62099.13 | -51553.05 | PEG | 0.3 | — | 0.6 | 0.7 | 0.6 |
| 经营活动产生现金流量 | 13989.64 | 3828.93 | 38090.37 | 60823.26 | 81791.67 | ROIC/WACC | | | | | |
| 投资活动产生现金流量 | -32632.46 | -11477.25 | -21420.98 | -13266.75 | -6697.59 | REP | | | | | |
| 融资活动产生现金流量 | 52970.09 | 16520.63 | 4337.79 | -15199.86 | -19222.58 | | | | | | |

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均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。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。