

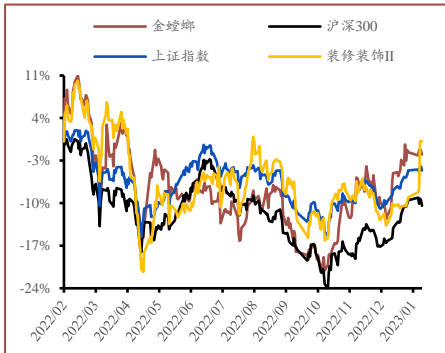
## 至暗时刻已过，待从头期待辉煌重现

■ 证券研究报告

### ★ 投资评级:增持(首次)

<b>基本数据</b>	<b>2023-02-03</b>
收盘价(元)	5.41
流通股本(亿股)	26.36
每股净资产(元)	4.66
总股本(亿股)	26.55

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

### 核心观点

- ❖ **事件:**公司公告 2022 年度业绩预告, 预计 2022 年全年归属净利润 10.50-13.50 亿元, 取预告均值同增 124.24%; 扣非归属净利润 9.00-11.00 亿元, 取预告均值同增 120.10%, 每股收益 0.40 元/股-0.51 元/股, 取预告均值同增 124.59%。
- ❖ **经营度过至暗时刻, 2022Q4 经营受疫情短期波动影响。**全年来看, 公司业绩大幅增长, 主要系 2021 年对于风险客户有大额计提导致的低基数, 2022 年地产行业整体低景气, 业绩复苏至 2020 年的 44%-55% 区间水平。单季度来看, 经业绩预告计算, 2022Q4 归属净利润为-1.51 亿元至 1.49 亿元, 同比大幅减亏 (2021Q4 业绩-63.18 亿元), 但环比下滑较多, 主要或系疫情影响正常施工进度导致收入确认延后及计提减值损失。订单角度来看, 2022 年 Q4 公司新签订单 50.02 亿元同降 12.67%, 其中工装、住宅及设计新签订单额分别为 42.27/3.80/3.95 亿元同降 18.87%/381.01%/10.02%, 工装占比逐渐提升有助于改善公司的业务结构, 提升综合盈利水平。2022 年全年新签订单 221.68 亿元, 同比下滑 28%, 在手未完工订单 248.36 亿元较为充裕。
- ❖ **房地产融资利好频出, 公司或率先受益。**过去两年, 受房地产企业信用危机影响, 地产后周期的产业需求显著下滑, 同时由于地产融资不畅导致工程款支付不及预期。近期, 政府明显加大对优质房企的支持力度, 通过供给侧一系列工具来盘活房企资产, 优化资产负债表以带动保交楼项目实质性复工; 同时在需求端诸如首套利率放松等政策出台, 对于提振消费者购房预期, 刺激刚需消费也起着积极作用。我们看好龙头公司在逆周期时期的经营韧性, 并且有望受益此轮行业出清。公司在行业内具备强竞争优势: 1) 设计能力: 公司处于行业第一梯队; 2) 经营模式: 坚持直营精细化运作, 项目利润率和周转率高于同行; 3) 管理模式: 公司治理水平行业内领先, 管理信息化有望进一步降低管理颗粒度, 提高管理半径; 4) 成本: 采购主材、辅材时有成本优势。综上, 公司有望在行业复苏时期率先受益, 有望进一步提升公司市占率。
- ❖ **投资建议:** 我们预计公司 2022-2024 年实现归属净利润 12.22/14.98/17.87 亿元, 对应 EPS 分别为 0.46/0.56/0.67 元/股, 对应 PE 分别为 11.8/9.6/8.0 倍, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示:** 宏观经济波动, 地产行业复苏不及预期, 新签订单不及预期。

### 盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	31243	25374	21987	24105	27545
收入增长率 (%)	1.33	-18.79	-13.35	9.63	14.27
归母净利润 (百万元)	2374	-4950	1222	1498	1787
净利润增长率 (%)	1.04	-308.52	124.70	22.55	19.27
EPS (元/股)	0.88	-1.85	0.46	0.56	0.67

PE	10.67	—	11.75	9.59	8.04
ROE (%)	13.96	-44.56	9.97	10.88	11.49
PB	1.48	1.46	1.17	1.04	0.92

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)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>31243.23</b>	<b>25374.15</b>	<b>21987.42</b>	<b>24105.14</b>	<b>27544.62</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	26058.44	21279.03	18536.06	20196.40	22977.52	营业收入增长率	1.3%	-18.8%	-13.3%	9.6%	14.3%
营业税费	108.18	88.37	76.57	83.95	95.92	营业利润增长率	0.7%	-301.0%	125.1%	22.5%	19.2%
销售费用	375.96	330.08	351.80	385.68	440.71	净利润增长率	1.0%	-308.5%	124.7%	22.5%	19.3%
管理费用	604.85	520.44	527.70	566.47	633.53	EBITDA 增长率	-4.5%	-223.0%	161.2%	19.3%	20.6%
研发费用	955.78	841.02	703.60	747.26	853.88	EBIT 增长率	-4.0%	-234.0%	156.4%	20.1%	21.3%
财务费用	131.17	81.07	59.95	60.05	52.60	NOPLAT 增长率	-1.2%	-238.5%	-155.6%	20.1%	21.3%
资产减值损失	66.07	-1679.78	-150.00	-100.00	-100.00	投资资本增长率	9.4%	-24.5%	9.2%	10.6%	11.3%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>-0.72</b>	<b>-54.85</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	净资产增长率	11.3%	-32.9%	9.9%	11.7%	12.5%
投资和汇兑收益	37.65	34.43	29.84	32.71	37.38	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>2714.30</b>	<b>-5455.94</b>	<b>1372.09</b>	<b>1680.52</b>	<b>2003.51</b>	毛利率	16.6%	16.1%	15.7%	16.2%	16.6%
加:营业外净收支	-4.01	-3.40	-4.00	-4.00	-4.00	营业利润率	8.7%	-21.5%	6.2%	7.0%	7.3%
<b>利润总额</b>	<b>2710.28</b>	<b>-5459.33</b>	<b>1368.09</b>	<b>1676.52</b>	<b>1999.51</b>	净利润率	7.5%	-19.2%	5.5%	6.1%	6.4%
减:所得税	369.67	-584.49	164.17	201.18	239.94	EBITDA/营业收入	9.2%	-13.9%	9.8%	10.7%	11.3%
<b>净利润</b>	<b>2373.92</b>	<b>-4950.09</b>	<b>1222.50</b>	<b>1498.11</b>	<b>1786.73</b>	EBIT/营业收入	8.8%	-14.5%	9.4%	10.3%	11.0%
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	6372.63	7490.26	8151.59	9568.34	10503.09	固定资产周转天数	10	13	15	13	11
交易性金融资产	2172.09	983.33	983.33	983.33	983.33	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>93</b>	<b>26</b>	<b>42</b>	<b>42</b>	<b>50</b>
应收帐款	13517.79	12113.34	11446.37	14469.29	14580.71	流动资产周转天数	475	481	538	579	531
应收票据	8834.52	788.96	310.41	493.09	425.06	应收帐款周转天数	205	182	195	198	195
预付帐款	184.62	270.46	240.97	262.55	298.71	存货周转天数	1	14	30	29	28
存货	53.84	1651.84	1287.51	1716.36	1657.92	总资产周转天数	487	590	617	598	572
其他流动资产	113.01	299.90	299.90	299.90	299.90	投资资本周转天数	219	204	257	259	252
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	14.0%	-44.6%	10.0%	10.9%	11.5%
长期股权投资	0.23	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.3%	-13.0%	3.3%	3.5%	4.0%
投资性房地产	135.30	117.87	100.43	83.00	65.57	ROIC	12.6%	-23.2%	11.8%	12.8%	14.0%
固定资产	892.17	880.60	876.24	871.21	865.53	费用率					
在建工程	41.22	14.26	14.26	14.26	14.26	销售费用率	1.2%	1.3%	1.6%	1.6%	1.6%
无形资产	89.54	81.80	74.07	66.33	58.59	管理费用率	1.9%	2.1%	2.4%	2.4%	2.3%
其他非流动资产	279.44	1330.10	1330.10	1330.10	1330.10	财务费用率	0.4%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%
<b>资产总额</b>	<b>45003.31</b>	<b>38185.07</b>	<b>37126.54</b>	<b>42891.03</b>	<b>44708.45</b>	三费/营业收入	3.6%	3.7%	4.3%	4.2%	4.1%
短期债务	714.36	882.25	1050.13	1218.02	1385.90	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	17046.91	14420.63	12971.54	15864.42	15410.53	资产负债率	61.9%	69.9%	66.0%	67.1%	64.5%
应付票据	4871.22	4216.95	3815.34	4936.43	5020.49	负债权益比	162.5%	232.1%	193.8%	203.9%	181.7%
其他流动负债	1297.75	1401.05	1401.05	1401.05	1401.05	流动比率	1.50	1.34	1.42	1.41	1.48
长期借款	836.92	1524.07	1524.07	1524.07	1524.07	速动比率	1.16	0.87	0.93	0.96	0.99
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	18.84	-29.26	18.05	20.47	23.54
<b>负债总额</b>	<b>27857.98</b>	<b>26687.72</b>	<b>24489.26</b>	<b>28778.41</b>	<b>28836.25</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	136.68	389.11	370.53	347.76	320.60	DPS(元)	0.20	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	2683.36	2671.34	2655.32	2655.32	2655.32	分红比率					
留存收益	14085.63	8610.98	9833.48	11331.60	13118.33	股息收益率	2.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	<b>17145.33</b>	<b>11497.35</b>	<b>12637.28</b>	<b>14112.62</b>	<b>15872.20</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	EPS(元)	0.88	-1.85	0.46	0.56	0.67
净利润	2373.92	-4950.09	1222.50	1498.11	1786.73	BVPS(元)	6.34	4.16	4.62	5.18	5.86
加:折旧和摊销	129.64	143.35	87.89	88.55	89.21	PE(X)	10.7	—	11.8	9.6	8.0
资产减值准备	386.28	7693.33	410.00	440.00	550.00	PB(X)	1.5	1.5	1.2	1.0	0.9
公允价值变动损失	0.72	54.85	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	114.48	74.20	114.85	121.57	128.28	P/S	0.8	0.6	0.7	0.6	0.5
投资收益	-37.65	-34.43	-29.84	-32.71	-37.38	EV/EBITDA	7.1	-3.2	4.2	3.0	2.3
少数股东损益	-33.31	75.24	-18.58	-22.77	-27.16	CAGR(%)					
营运资金的变动	-1134.58	-1497.10	-1088.01	-698.66	-1575.56	PEG	10.2	—	0.1	0.4	0.4
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>1777.12</b>	<b>813.57</b>	<b>703.34</b>	<b>1398.68</b>	<b>918.80</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-573.70</b>	<b>1255.51</b>	<b>-31.06</b>	<b>-28.24</b>	<b>-23.66</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-797.11</b>	<b>-911.34</b>	<b>-10.95</b>	<b>46.32</b>	<b>39.60</b>						

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。