


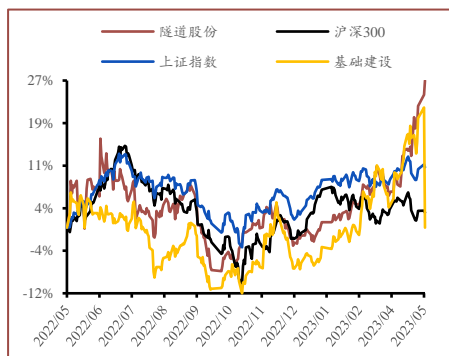
业绩持续较快增长，非建筑业务稳步推进

 证券研究报告

投资评级:增持(首次)

| 基本数据 | 2023-05-05 |
|----------|------------|
| 收盘价(元) | 6.79 |
| 流通股本(亿股) | 31.44 |
| 每股净资产(元) | 8.80 |
| 总股本(亿股) | 31.44 |

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2022年营收652.74亿元同增4.90%;归母净利润28.09亿元同增17.39%;扣非归母净利润24.52亿元同增8.23%。2023Q1营收114.42亿元同增7.34%;归母净利润4.49亿元同增51.22%;扣非归母净利润3.87亿元同增42.58%。
- ❖ **公司工程主业经营韧性强，跨区域拓展步伐加快。** 施工业务是公司收入的主要来源，营收519.05亿元同增5.50%，设计服务/运营业务/投资业务分别实现收入26.68/49.42/37.14亿元同比变动-1.28%/16.81%/-21.39%，运营业务增速相对显著。2022年公司累计新签订单835.86亿元同增7.63%，其中轨交、市政、能源、道路、房产及其他工程分别实现新签188.69/174.34/43.35/193.77/86.06/30.73亿元，同比变动20.75%/11.76%/-40.67%/34.84%/-30.97%/32.62%；分区域看，2022年上海市以外业务同比增加38.78%达340.53亿元，上海市内及海外业务中标336.15/40.27亿元同降11.22%/23.86%。2023Q1公司合计中标211.48亿元同增6.96%，其中轨交、市政、能源、道路、房产及其他工程分别中标24.74/79.14/10.05/16.94/14.37/20.12亿元，同增31.59%/103.53%/-3.85%/81.75%/-71.24%/33.96%；分区域看，上海市内、市外分别实现新签90.92/74.44亿元。同比变动-4.87%/58.81%。公司工程新签稳中有增，在手订单充足，未来产值确认有望加速。
- ❖ **投资收益增加拉动净利率改善。** 2022年公司销售毛利率与期间费用率同比持平；资产及信用减值损失率0.32%同增0.18pct；归母净利率4.30%同增0.46pct，主要系2022年实现非经常损益3.57亿元（非流动资产处置收益2.31亿元同增2.52亿元，投资收益0.21亿元同增0.16亿元，减值准备转回0.29亿元同增0.29亿元）。公司2022年全年经营性活动现金流净流入37.49亿元同比多流入6.15亿元；收现比89.78%同增2.41pct，付现比82.51%同增1.75pct。2023Q1公司销售毛利率为11.97%同降1.5pct略有承压；期间费用率10.16%同增0.91pct，主要系管理及研发6.34%同增1.26pct；资产及信用减值损失率-0.13%同降0.27pct；归母净利率3.92%同增1.14pct，主要系对联营和合营企业的投资收益增长。2023Q1经营性活动现金流净流出32.44亿元，较上年同期多流出6.28亿元。截至3月底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189.45/327.65/573.17/75.39亿元，较年初同比变动-5.20%/-0.44%/-7.10%/-1.21%。
- ❖ **非建筑业务拓展渐入收获期。** 1) 设备制造领域：公司设备竞争优势显著，国产超级盾构“骐跃号”实现水中接收，助力机场联络线隧道贯通、“鹏城号”顺利穿越妈湾断裂带。并且，公司获批上海市首批技术创新中心“上海市数字盾构工程技术创新中心”，围绕智能感知、认知、决策和控制四个领域，形成了数字盾构大数据中心应用平台；2) 基础设施运营业务：近年来公司已建、在建和运营的大中型项目52项，公司向“城市建设运营资源集成商”目标加速迈进，同时持续推进全国首家城市基础设施更新领域的市级工程技术中心

的建设，开展数字化转型背景下超大城市基础设施更新与智慧运营模式研究；
 3) 投资业务：公司旗下建元基金投资的华大九天（截止 2023Q1 建元基金持股 11.05%）于 2022 年 7 月在深交所上市，也是继和达科技和中设咨询之后，建元基金所投企业中的第三家上市公司，目前正在逐步兑现投资收益。

❖ **投资建议：**我们预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 32.40/37.39/44.46 亿元，同增 15.32%/15.43%/18.89%，对应当前 PE 估值分别为 6.59x、5.71x、4.80x，首次覆盖给予“增持”评级。

❖ **风险提示：**稳增长力度不及预期风险；宏观经济波动风险；下游需求萎靡风险。

盈利预测：

| | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 62226 | 65274 | 70782 | 79104 | 90705 |
| 收入增长率(%) | 15.20 | 4.90 | 8.44 | 11.76 | 14.66 |
| 归母净利润(百万元) | 2393 | 2809 | 3240 | 3739 | 4446 |
| 净利润增长率(%) | 5.87 | 17.39 | 15.32 | 15.43 | 18.89 |
| EPS(元/股) | 0.76 | 0.89 | 1.03 | 1.19 | 1.41 |
| PE | 7.08 | 5.92 | 6.59 | 5.71 | 4.80 |
| ROE(%) | 9.61 | 10.30 | 10.61 | 10.91 | 11.49 |
| PB | 0.68 | 0.61 | 0.70 | 0.62 | 0.55 |

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 | 62226.14 | 65274.50 | 70781.59 | 79104.27 | 90704.89 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 54099.14 | 56806.71 | 61594.98 | 68729.05 | 78753.87 | 营业收入增长率 | 15.2% | 4.9% | 8.4% | 11.8% | 14.7% |
| 营业税费 | 136.62 | 126.92 | 141.56 | 158.21 | 181.41 | 营业利润增长率 | 6.2% | 29.5% | 12.6% | 15.4% | 18.8% |
| 销售费用 | 9.34 | 2.40 | 7.08 | 7.91 | 9.07 | 净利润增长率 | 5.9% | 17.4% | 15.3% | 15.4% | 18.9% |
| 管理费用 | 1520.07 | 1588.98 | 1734.15 | 1938.05 | 2222.27 | EBITDA 增长率 | 66.9% | 4.3% | -1.2% | 12.6% | 14.0% |
| 研发费用 | 2172.32 | 2433.33 | 2654.31 | 2966.41 | 3401.43 | EBIT 增长率 | 76.7% | -1.9% | 16.6% | 13.7% | 15.3% |
| 财务费用 | 1635.18 | 1466.55 | 1350.34 | 1313.14 | 1280.36 | NOPLAT 增长率 | 74.4% | -5.9% | 19.2% | 13.7% | 15.3% |
| 资产减值损失 | -25.41 | -27.93 | -30.00 | -35.00 | -40.00 | 投资资本增长率 | 8.7% | 7.1% | 5.3% | 5.6% | 6.3% |
| 加:公允价值变动收益 | 5.67 | 21.25 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 净资产增长率 | 16.3% | 15.3% | 10.2% | 10.7% | 11.5% |
| 投资和汇兑收益 | 241.22 | 936.12 | 1061.72 | 1028.36 | 1088.46 | 利润率 | | | | | |
| 营业利润 | 2960.70 | 3833.69 | 4317.85 | 4982.61 | 5921.71 | 毛利率 | 13.1% | 13.0% | 13.0% | 13.1% | 13.2% |
| 加:营业外净收支 | 15.62 | -7.32 | -10.00 | -10.00 | -10.00 | 营业利润率 | 4.8% | 5.9% | 6.1% | 6.3% | 6.5% |
| 利润总额 | 2976.32 | 3826.37 | 4307.85 | 4972.61 | 5911.71 | 净利润率 | 3.9% | 4.6% | 4.9% | 5.0% | 5.2% |
| 减:所得税 | 549.53 | 833.01 | 861.57 | 994.52 | 1182.34 | EBITDA/营业收入 | 8.7% | 8.7% | 7.9% | 8.0% | 7.9% |
| 净利润 | 2393.03 | 2809.20 | 3239.50 | 3739.40 | 4445.60 | EBIT/营业收入 | 7.0% | 6.6% | 7.1% | 7.2% | 7.2% |
| 资产负债表(百万元) | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 运营效率 | | | | | |
| 货币资金 | 17992.90 | 18943.95 | 23414.10 | 27192.68 | 31330.11 | 固定资产周转天数 | 21 | 25 | 23 | 21 | 17 |
| 交易性金融资产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 流动营业资本周转天数 | -120 | -114 | -113 | -103 | -89 |
| 应收帐款 | 20785.84 | 19925.80 | 20387.00 | 20972.48 | 21450.39 | 流动资产周转天数 | 381 | 422 | 432 | 422 | 408 |
| 应收票据 | 41.96 | 58.04 | 59.93 | 71.91 | 79.26 | 应收帐款周转天数 | 107 | 112 | 103 | 95 | 85 |
| 预付帐款 | 1134.86 | 944.06 | 1047.11 | 1168.39 | 1338.82 | 存货周转天数 | 4 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 存货 | 704.18 | 627.33 | 779.89 | 758.79 | 1003.80 | 总资产周转天数 | 692 | 762 | 768 | 727 | 672 |
| 其他流动资产 | 1384.55 | 1389.51 | 1389.51 | 1389.51 | 1389.51 | 投资资本周转天数 | 377 | 385 | 374 | 353 | 327 |
| 可供出售金融资产 | | | | | | 投资回报率 | | | | | |
| 持有至到期投资 | | | | | | ROE | 9.6% | 10.3% | 10.6% | 10.9% | 11.5% |
| 长期股权投资 | 4040.69 | 5430.79 | 6430.79 | 7230.79 | 7830.79 | ROA | 1.8% | 1.9% | 2.1% | 2.3% | 2.5% |
| 投资性房地产 | 891.45 | 868.84 | 868.84 | 868.84 | 868.84 | ROIC | 5.6% | 4.9% | 5.5% | 6.0% | 6.5% |
| 固定资产 | 3533.83 | 4383.06 | 4476.27 | 4461.49 | 4342.20 | 费用率 | | | | | |
| 在建工程 | 5639.66 | 3625.52 | 3125.52 | 2925.52 | 2925.52 | 销售费用率 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 无形资产 | 4297.69 | 4736.94 | 4956.94 | 5066.94 | 5066.94 | 管理费用率 | 2.4% | 2.4% | 2.5% | 2.5% | 2.5% |
| 其他非流动资产 | 15770.25 | 20962.08 | 20962.08 | 20962.08 | 20962.08 | 财务费用率 | 2.6% | 2.2% | 1.9% | 1.7% | 1.4% |
| 资产总额 | 129757.18 | 146435.04 | 155510.14 | 164011.18 | 174456.44 | 三费/营业收入 | 5.1% | 4.7% | 4.4% | 4.1% | 3.9% |
| 短期债务 | 8612.83 | 7672.14 | 7672.14 | 7672.14 | 7672.14 | 偿债能力 | | | | | |
| 应付帐款 | 49923.87 | 61417.45 | 65194.44 | 68445.38 | 71561.49 | 资产负债率 | 77.4% | 76.9% | 76.0% | 74.8% | 73.6% |
| 应付票据 | 739.18 | 278.36 | 679.79 | 389.33 | 835.73 | 负债权益比 | 341.8% | 332.5% | 316.9% | 297.3% | 279.2% |
| 其他流动负债 | 484.40 | 1366.82 | 1366.82 | 1366.82 | 1366.82 | 流动比率 | 0.85 | 0.89 | 0.93 | 0.97 | 1.02 |
| 长期借款 | 21370.11 | 22112.86 | 22312.86 | 22412.86 | 22512.86 | 速动比率 | 0.52 | 0.48 | 0.50 | 0.52 | 0.54 |
| 其他非流动负债 | 539.22 | 844.15 | 844.15 | 844.15 | 844.15 | 利息保障倍数 | 2.54 | 2.80 | 3.26 | 3.69 | 4.23 |
| 负债总额 | 100390.03 | 112579.23 | 118208.05 | 122731.01 | 128446.90 | 分红指标 | | | | | |
| 少数股东权益 | 4455.22 | 6573.00 | 6779.78 | 7018.46 | 7302.23 | DPS(元) | 0.23 | 0.27 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股本 | 3144.10 | 3144.10 | 3144.10 | 3144.10 | 3144.10 | 分红比率 | | | | | |
| 留存收益 | 14732.24 | 16818.30 | 20057.80 | 23797.21 | 28242.81 | 股息收益率 | 4.3% | 5.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 股东权益 | 29367.15 | 33855.81 | 37302.09 | 41280.18 | 46009.54 | 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) | 0.76 | 0.89 | 1.03 | 1.19 | 1.41 |
| 净利润 | 2393.03 | 2809.20 | 3239.50 | 3739.40 | 4445.60 | BVPS(元) | 7.92 | 8.68 | 9.71 | 10.90 | 12.31 |
| 加:折旧和摊销 | 1050.31 | 1370.72 | 586.79 | 604.79 | 619.29 | PE(X) | 7.1 | 5.9 | 6.6 | 5.7 | 4.8 |
| 资产减值准备 | 113.92 | 207.57 | 220.00 | 235.00 | 250.00 | PB(X) | 0.7 | 0.6 | 0.7 | 0.6 | 0.6 |
| 公允价值变动损失 | -5.67 | -21.25 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | P/FCF | | | | | |
| 财务费用 | 1721.75 | 1604.44 | 1539.78 | 1547.28 | 1552.28 | P/S | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.2 |
| 投资收益 | -241.22 | -936.12 | -1061.72 | -1028.36 | -1088.46 | EV/EBITDA | 6.2 | 5.7 | 5.9 | 4.7 | 3.5 |
| 少数股东损益 | 33.76 | 184.16 | 206.78 | 238.69 | 283.76 | CAGR(%) | | | | | |
| 营运资金的变动 | -1938.67 | -1493.60 | 1417.08 | 160.70 | -461.23 | PEG | 1.2 | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.3 |
| 经营活动产生现金流量 | 3133.81 | 3748.64 | 6158.21 | 5507.51 | 5611.25 | ROIC/WACC | | | | | |
| 投资活动产生现金流量 | -3229.55 | -2991.90 | -348.28 | -281.64 | -21.54 | REP | | | | | |
| 融资活动产生现金流量 | 1003.81 | 186.37 | -1339.78 | -1447.28 | -1452.28 | | | | | | |

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。