

转型运营进展顺利，海外业务拐点将至

 证券研究报告

 投资评级:增持(维持)

基本数据

2023-04-25

收盘价(元)	16.10
流通股本(亿股)	9.05
每股净资产(元)	7.71
总股本(亿股)	10.02

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

- 《Q3 经营提速，定增获批拓展上下游》 2022-10-29

核心观点

- ❖ **事件:** 公司公告 2022 年全年实现营收 134.33 亿元同增 2.94%; 实现归属母公司净利润 6.36 亿元同增 1.97%; 实现扣非归属母公司净利润 7.67 亿元同增 10.172%。分季度来看, 公司 2022Q1-Q4 营业收入分别为 24.53/29.40/37.99/42.41 亿元, 同比变动 37.20%/12.51%/13.40%/-19.96%; 归属母公司净利润 1.05/2.84/1.10/1.37 亿元, 同比变动 54.73%/37.60%/-49.62%/4.37%。公司 2023Q1 实现营收 47.92 亿元同增 95.35%; 归属母公司净利润 1.94 亿元同增 84.87%; 扣非归属母公司净利润 1.83 亿元同增 98.58%。
- ❖ **发电业务占比提升, 煤炭贸易量大幅增长。** 分业务来看, 货物贸易、国际工程承包、金属包装容器、货运代理、发电收入、国内建筑工程、运营维护分别实现营业收入 70.31/25.42/11.12/9.25/9.24/7.68/0.74 亿元, 同比变动 0.33%/-26.33%/-4.36%/16.73%/303.88%/155.56%/0.53%。其中, 发电业务高增系克罗地亚风电项目于 2021 年底投入试运营 2022 年贡献大量收入(预计贡献归属母公司净利润约 3.6 亿元), 后续投资的孟加拉煤电站已完成 67% 的建设, 或是未来的业绩增量; 国内建筑工程业务高增系业务取得重大成果, 建设了鞍山市政供热管线 EPC 项目以及瀛洲幸福里、安康里 EPC 项目; 货物贸易中, 煤炭、重型装备、太阳能产品实现高增, 销量分别同增 842.11%/24.59%/23.83%, 煤炭大幅增长系 2022 年满都拉口岸通关能力改善, 各口岸进口和销售的焦煤大幅度提升, 23Q1 营收高增 95.35% 也主要由蒙古一体化焦煤贸易收入增长所致。分区域看, 公司境内、境外分别实现营收 58.30/76.03 亿元, 分别同比变动 -0.09%/5.38%, 境外业务增长缓慢或主要是受国际工程承包拖累, 随着公司海外订单陆续生效, 国际工程产值和盈利水平有望重回正常水平。
- ❖ **电力运营助力毛利率改善, 经营现金流持续净流入。** 2022 年公司销售毛利率 13.74% 同增 3.05pct, 毛利率提升主要系公司发电业务(毛利率 80.78%) 占比由 2021 年 1.75% 增长至 6.88%, 贡献公司 40.44% 的毛利; 期间费用率 2.41% 同降 3.5pct, 其中公司销售/管理及研发/财务费用率分别为 2.73%/2.33%/-2.66%, 同比变动 0.25pct/0.14pct/-3.89pct, 财务费用率大幅下行系美元升值形成汇兑收益 3.96 亿元; 资产及信用减值损失率 2.81% 同增 2.89pct; 归属净利率 4.73% 同降 0.04pct; 公司 2022 年经营性现金流净流入 7.38 亿元, 较上年少流入 7.59 亿元, 主要系孟加拉燃煤电站本期收款减少, 蒙古一体化贸易板块付款导致。2023Q1 公司销售毛利率为 12.85% 同降 1.73pct; 归属净利率 4.05% 同降 0.23pct; 期内经营性现金流净流入 7.02 亿元, 较上年多流入 15.83 亿元, 主要系蒙古一体化焦煤贸易收款增加导致。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 43.34/16/66.43/12.59 亿元, 较年初同比变动 17.45%/14.51%/13.08%/12.02%。
- ❖ **海外市场重新发力, 转型运维硕果累累。** 公司市场开拓再创佳绩, 截止 2022 年末在 35 个国别市场跟踪了 145 个项目, 实现签约 17 个, 生效 11 个, 持续落地生效的海外订单为后续产值释放奠定坚实基础, 也有助于毛利率触

底回升。持续深耕传统市场。业务层面，公司始终把投建营一体化和产业链一体化项目的建设运营放在首位，目前迈入高质量发展阶段，孟加拉燃煤电站项目总体进度累计完成 67%；蒙古矿山一体化项目上半年中蒙口岸关闭，下半年陆续恢复采矿生产，创新通关模式，贸易量大幅上涨；克罗地亚塞尼风电项目全年发电量 3.9 亿度，把握欧洲能源紧缺机遇贡献大量业绩。除此以外，公司重大 EPC 项目也都稳步推进。看好公司在“一带一路”背景下以及中国国际地位提升、人民币国际化深化背景下带来海外业务的弹性以及公司运营业务占比提升对于公司盈利能力的改善。

- ❖ **投资建议：**我们预测公司 2023-2025 年归属母公司净利润为 8.66/10.33/12.00 亿元，同比增速 36.21%/19.24%/16.18%，EPS 分别为 0.86/1.03/1.20 元/股，最新收盘价对应 2023-2025 年 PE 分别为 18.62/15.61/13.44 倍，维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**宏观经济波动风险，国际形势大幅变动，项目进展不及预期。

盈利预测：

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	13050	13433	16558	19368	21979
收入增长率(%)	1.55	2.94	23.26	16.98	13.48
归母净利润(百万元)	624	636	866	1033	1200
净利润增长率(%)	-16.99	1.97	36.21	19.24	16.18
EPS(元/股)	0.73	0.67	0.86	1.03	1.20
PE	11.75	12.31	18.62	15.61	13.44
ROE(%)	10.04	8.20	10.05	10.70	11.06
PB	1.07	1.07	1.87	1.67	1.49

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	13050.01	13433.27	16557.64	19368.39	21978.72	成长性					
减:营业成本	11654.64	11587.11	14363.68	16831.52	19096.37	营业收入增长率	1.6%	2.9%	23.3%	17.0%	13.5%
营业税费	15.69	17.43	19.87	23.24	26.37	营业利润增长率	-9.9%	18.2%	25.0%	19.3%	16.2%
销售费用	324.67	367.27	413.94	464.84	527.49	净利润增长率	-17.0%	2.0%	36.2%	19.2%	16.2%
管理费用	270.17	293.35	331.51	368.00	395.62	EBITDA 增长率	14.5%	10.2%	77.8%	16.3%	13.6%
研发费用	16.08	20.23	21.53	25.18	28.58	EBIT 增长率	16.7%	-0.9%	102.9%	17.1%	14.6%
财务费用	160.32	-357.01	85.38	84.40	77.58	NOPLAT 增长率	12.8%	-1.7%	107.3%	17.1%	14.6%
资产减值损失	-2.28	-19.28	-5.00	-10.00	-20.00	投资资本增长率	-1.6%	19.2%	7.1%	7.9%	8.5%
加:公允价值变动收益	75.69	-87.27	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	9.9%	25.1%	11.9%	12.7%	13.1%
投资和汇兑收益	108.40	-90.91	24.01	28.09	31.87	利润率					
营业利润	807.73	954.39	1193.21	1423.89	1655.14	毛利率	10.7%	13.7%	13.3%	13.1%	13.1%
加:营业外净收支	-0.69	11.14	5.78	5.78	5.78	营业利润率	6.2%	7.1%	7.2%	7.4%	7.5%
利润总额	807.04	965.53	1199.00	1429.67	1660.93	净利率	5.2%	6.0%	6.2%	6.3%	6.4%
减:所得税	129.99	162.18	179.85	214.45	249.14	EBITDA/营业收入	7.2%	7.7%	11.1%	11.0%	11.0%
净利润	623.71	636.01	866.28	1032.94	1200.02	EBIT/营业收入	6.0%	5.8%	9.5%	9.6%	9.6%
资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	运营效率					
货币资金	3747.06	4980.95	5046.63	5501.32	5856.12	固定资产周转天数	53	75	78	76	72
交易性金融资产	344.47	0.00	0.00	0.00	0.00	流动营业资本周转天数	21	28	16	10	18
应收账款	3799.01	3631.20	4027.68	4240.49	5025.72	流动资产周转天数	329	375	310	298	288
应收票据	132.41	58.74	125.23	143.77	173.70	应收帐款周转天数	96	100	85	80	79
预付帐款	1145.77	1984.02	1867.28	2188.10	2482.53	存货周转天数	26	30	24	23	24
存货	991.33	937.55	972.60	1163.09	1353.09	总资产周转天数	516	555	497	464	447
其他流动资产	134.66	181.70	181.70	181.70	181.70	投资资本周转天数	339	393	341	314	301
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	10.0%	8.2%	10.0%	10.7%	11.1%
长期股权投资	1102.52	1315.59	1315.59	1315.59	1315.59	ROA	3.2%	2.9%	3.7%	3.9%	4.2%
投资性房地产	16.05	15.34	15.34	15.34	15.34	ROIC	5.4%	4.5%	8.7%	9.4%	10.0%
固定资产	1902.99	2775.34	3516.11	4027.88	4320.25	费用率					
在建工程	587.26	34.92	234.92	384.92	284.92	销售费用率	2.5%	2.7%	2.5%	2.4%	2.4%
无形资产	1573.19	1606.64	1606.64	1606.64	1606.64	管理费用率	2.1%	2.2%	2.0%	1.9%	1.8%
其他非流动资产	184.13	179.80	179.80	179.80	179.80	财务费用率	1.2%	-2.7%	0.5%	0.4%	0.4%
资产总额	19343.81	22080.48	23595.32	26309.49	28323.47	三费/营业收入	5.8%	2.3%	5.0%	4.7%	4.6%
短期债务	644.48	754.41	754.41	754.41	754.41	偿债能力					
应付帐款	5519.59	4506.24	4670.55	5615.37	5948.54	资产负债率	64.6%	61.2%	59.4%	59.0%	56.9%
应付票据	597.53	1368.36	1424.58	1661.20	1733.71	负债权益比	182.7%	158.0%	146.4%	143.8%	132.1%
其他流动负债	29.28	39.82	39.82	39.82	39.82	流动比率	1.49	1.62	1.56	1.50	1.56
长期借款	3906.95	4358.35	4358.35	4358.35	4358.35	速动比率	1.05	1.07	1.05	1.01	1.04
其他非流动负债	1.80	3.27	3.27	3.27	3.27	利息保障倍数	4.64	4.23	9.86	11.55	13.24
负债总额	12501.90	13522.11	14017.80	15516.75	16118.94	分红指标					
少数股东权益	629.49	803.56	956.43	1138.72	1350.48	DPS(元)	0.06	0.06	0.00	0.00	0.00
股本	774.48	1001.71	1001.71	1001.71	1001.71	分红比率					
留存收益	4318.80	4892.48	5758.75	6791.69	7991.71	股息收益率	0.7%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	6841.91	8558.37	9577.52	10792.74	12204.53	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)	0.73	0.67	0.86	1.03	1.20
净利润	623.71	636.01	866.28	1032.94	1200.02	BVPS(元)	8.02	7.74	8.61	9.64	10.84
加:折旧和摊销	152.42	255.32	259.23	288.23	307.63	PE(X)	11.8	12.3	18.6	15.6	13.4
资产减值准备	-10.24	377.82	165.00	190.00	220.00	PB(X)	1.1	1.1	1.9	1.7	1.5
公允价值变动损失	-75.69	91.13	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	315.87	-212.16	160.10	160.10	160.10	P/S	0.5	0.6	1.0	0.8	0.7
投资收益	-108.40	90.91	-24.01	-28.09	-31.87	EV/EBITDA	8.7	8.9	9.2	7.7	6.7
少数股东损益	53.35	167.34	152.87	182.28	211.77	CAGR(%)					
营运资金的变动	530.86	-603.61	122.30	11.24	-784.61	PEG	—	6.2	0.5	0.8	0.8
经营活动产生现金流量	1497.43	738.03	1695.66	1830.55	1276.82	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-2143.93	-587.91	-1469.89	-1215.76	-761.92	REP					
融资活动产生现金流量	-949.98	1294.85	-160.10	-160.10	-160.10						

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。