

复工复产顺利，Q2 现金流显著改善

华泰研究

2022年9月01日 | 中国内地

中报点评

建筑施工

投资评级(维持):

增持

目标价(人民币):

3.42

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

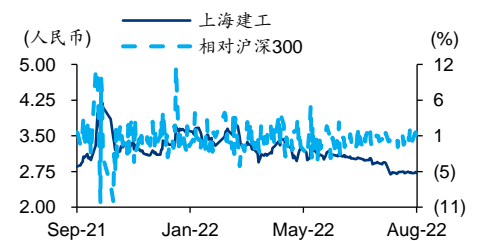
点击查阅华泰证券研究团队介绍和观点



基本数据

目标价(人民币)	3.42
收盘价(人民币 截至8月31日)	2.71
市值(人民币百万)	24,131
6个月平均日成交额(人民币百万)	195.48
52周价格范围(人民币)	2.69-4.20
BVPS(人民币)	4.33

股价走势图



资料来源: Wind

疫情影响上半年业绩，下半年有望加快追赶，维持“增持”评级

8月30日公司发布半年报: 22H1 实现营收/归母净利/扣非归母净利 991.9/-9.6/-6.0 亿, 同比-27%/-170%/-144%, 业绩符合公司预告。Q2 实现营收/归母净利/扣非归母净利 461.6/-7.8/-6.8 亿, 同比-36%/-164%/-170%, 受上海疫情停工近3个月影响, 收入下滑、抗疫支出增加导致利润亏损较多, 6月以来已加快复工复产, 下半年有望追回一定产值。疫情影响, 我们下调22-24年公司归母净利预测为 18.8/30.4/37.0 亿(前值为 42.2/46.4/51.0 亿)。由于长三角地区企业22年受疫情影响较大, 23年有望逐步恢复常规盈利能力, 故参考可比公司23年Wind一致预期均值 8.3xPE, 考虑公司在区域竞争实力和员工激励方面均处于地方建筑国企领先水平, 给予公司23年 10.0xPE, 下调目标价至 3.42 元(前值为 3.76 元), 维持“增持”评级。

房地产开发业务大幅增长，22Q2 毛利率环比改善

分业务看, 22H1 公司建筑施工/建材工业/房产开发/设计咨询分别实现营收 835/52/55/15 亿, 同比-28.5%/-34.0%/+158.8%/-39.7%, 低基数效应及加快房产项目去化和交房, 公司房产开发收入大幅增长。毛利率分别为 8.2%/9.3%/7.3%/31.8%, 同比-1.4%/-0.7%/-0.4%/+0.8pct, 抗疫支出增加致使成本上升, 22H1 综合毛利率为 7.8%, 同比-0.6pct, 22Q2 为 8.4%, 同比-0.5pct, 环比+1.3pct, 有所改善, 显示疫情下公司稳定盈利能力水平较强。

22Q2 回款好转，占款能力提升，带动现金流显著改善

22H1 期间费用率 7.4%, 同比+0.8pct, 主要系收入下滑费用短期具备刚性, 规模效应减弱, 其中销售/管理/研发/财务费用率为 0.2%/3.5%/2.5%/1.3%, 同比-0.0/+1.0/+0.4/-0.5pct, 研发费用同比-39.9%, 主要系疫情影响研发投入减少。公允价值变动损益-5.6 亿, 同比-3.9 亿。22H1 经营活动现金流量净额为 -207 亿, 同比多流出 6 亿, 收/付现比 115%/132%, 同比+12.5/+17.5pct, 22Q2 经营活动现金流量净额为 32 亿, 同比多流入 37 亿, 收/付现比同比+8.9/-0.8pct, 回款好转, 占款能力提升。

加快复工复产，下半年订单、收入有望好转

22H1 公司新签合同额 1634 亿, 同比-22.9%。其中, 建筑施工/建材工业/房产开发/设计咨询新签合同额同比-20%/+21%/-18%/-11%, 主要系上海疫情停工近3个月, 6月以来加快复工复产, 其中6月单月新签合同额 348 亿, 达到上年同期的 80%, 建筑施工业务实现收入 197 亿, 恢复到正常水平 90%, 目前上海的应复工项目已全部复产, 在上海市场的商品混凝土日产量已达到到上年同期水平。下半年随着政策驱动稳增长加快落地, 有望追赶损失。

风险提示: 订单落地不及预期; 工程回款不及预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(人民币百万)	231,327	281,055	252,338	280,541	295,568
+/-%	12.57	21.50	(10.22)	11.18	5.36
归属母公司净利润(人民币百万)	3,351	3,769	1,875	3,042	3,703
+/-%	(14.74)	12.47	(50.26)	62.24	21.75
EPS(人民币, 最新摊薄)	0.38	0.42	0.21	0.34	0.42
ROE(%)	9.61	9.71	4.54	7.12	8.18
PE(倍)	7.20	6.40	12.87	7.93	6.52
PB(倍)	0.66	0.59	0.58	0.55	0.52
EV EBITDA(倍)	3.28	2.37	6.31	3.20	3.65

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 公司可比公司估值表 (2022/8/31)

公司名称	股票代码	市值 (亿元)	收盘价 (元)	每股收益 (元/股)				P/E (x)			
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
浦东建设	600284 CH	63	6.46	0.55	0.64	0.78	0.92	11.72	10.08	8.33	7.03
隧道股份	600820 CH	177	5.62	0.76	0.92	0.92	1.02	7.38	6.13	6.14	5.52
浙江文科	002061 CH	118	6.33	0.52	0.68	0.76	0.90	12.13	9.34	8.31	7.04
宏润建设	002062 CH	66	5.98	0.36	0.40	0.48	0.56	16.50	14.89	12.56	10.62
安徽建工	600502 CH	98	5.69	0.64	0.77	0.93	1.12	8.94	7.41	6.12	5.10
平均值								11.33	9.57	8.29	7.06
上海建工	600170 CH	241	2.71	0.42	0.21	0.34	0.42	6.40	12.87	7.93	6.52

注: 除上海建工外, 盈利预测均来自 Wind 一致预期

资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰研究预测

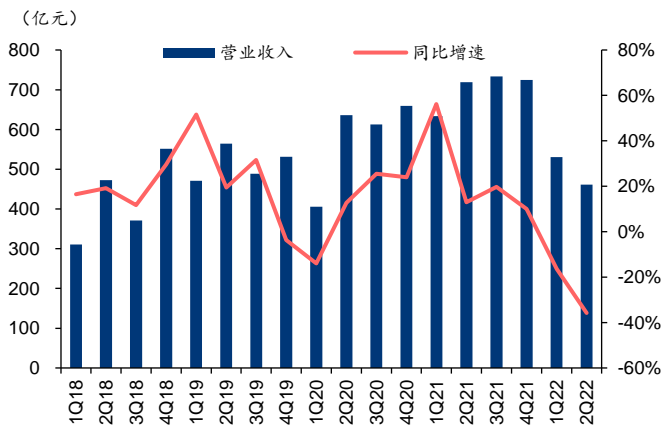
图表2: 盈利预测调整表

项目	原预测 (调整前)			现预测 (调整后)			变化幅度 (pct) /%		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	318,989	355,540	392,100	252,338	280,541	295,568	-20.89%	-21.09%	-24.62%
收入增速 (%)	13.50%	11.50%	10.30%	-10.20%	11.20%	5.40%	-23.70	-0.30	-4.90
毛利率 (%)	9.80%	9.60%	9.60%	9.20%	9.40%	9.60%	-0.60	-0.20	0.00
期间费用率 (%)	7.00%	6.90%	6.90%	7.40%	7.00%	6.90%	0.40	0.10	0.00
净利率 (%)	1.40%	1.40%	1.40%	0.80%	1.10%	1.30%	-0.60	-0.30	-0.10
归母净利润 (百万元)	4,220	4,641	5,102	1,875	3,042	3,703	-55.57%	-34.45%	-27.42%

注: 公司上海地区收入占比过半, 受疫情影响在沪项目停工近3个月, 导致上半年收入下滑较多, 虽然下半年有望加快赶工, 追回一定产值, 但全年预计收入仍受较大影响, 而抗疫支出增加导致成本、费用增加

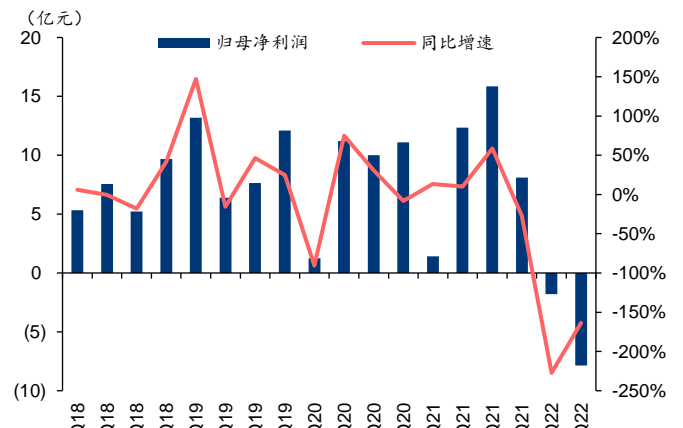
资料来源: 华泰研究预测

图表3: 单季度公司收入及同比增速



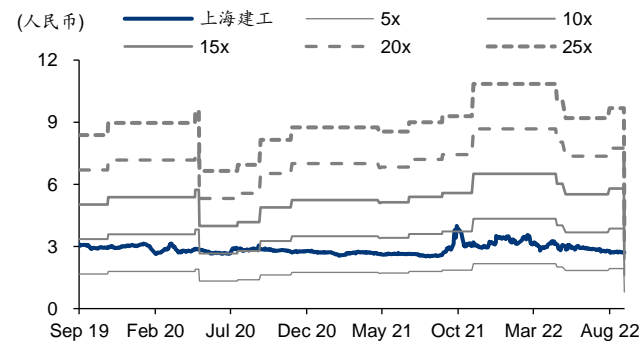
资料来源: Wind, 华泰研究

图表4: 单季度公司归母净利润及同比增速



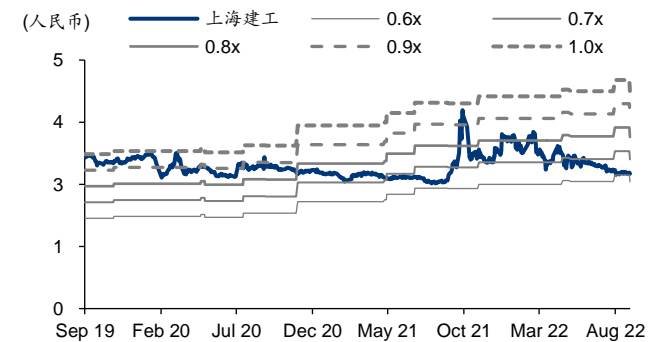
资料来源: Wind, 华泰研究

图表5: 上海建工 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表6: 上海建工 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)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	255,857	275,610	204,640	291,288	203,221
现金	78,466	84,153	69,616	76,865	66,560
应收账款	44,188	55,206	34,117	57,863	33,081
其他应收账款	6,947	6,535	3,360	6,841	3,351
预付账款	2,548	2,975	2,194	3,360	2,492
存货	71,172	69,748	50,875	79,462	50,891
其他流动资产	52,536	56,993	44,477	66,897	46,846
非流动资产	65,500	78,156	78,213	79,938	80,221
长期投资	5,669	5,912	7,230	8,432	9,431
固定投资	8,103	8,374	7,199	7,565	7,099
无形资产	3,042	2,763	2,887	3,026	2,924
其他非流动资产	48,687	61,107	60,896	60,916	60,768
资产总计	321,357	353,766	282,852	371,226	283,442
流动负债	220,148	241,502	174,702	266,926	180,304
短期借款	9,687	8,604	8,037	8,776	8,472
应付账款	124,425	143,840	97,405	156,752	91,828
其他流动负债	86,036	89,058	69,260	101,399	80,004
非流动负债	57,310	60,697	55,901	49,505	45,509
长期借款	53,467	55,980	51,184	44,788	40,792
其他非流动负债	3,843	4,717	4,717	4,717	4,717
负债合计	277,458	302,199	230,603	316,431	225,813
少数股东权益	7,218	10,605	10,704	10,864	11,059
股本	8,904	8,904	8,904	8,904	8,904
资本公积	2,209	2,882	2,882	2,882	2,882
留存公积	17,094	18,854	20,137	22,218	24,751
归属母公司股东权益	36,680	40,962	41,545	43,931	46,569
负债和股东权益	321,357	353,766	282,852	371,226	283,442

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金	315.99	10,368	(2,350)	18,716	(1,615)
净利润	3,222	4,048	1,973	3,202	3,898
折旧摊销	2,445	2,418	2,391	2,824	3,370
财务费用	1,880	2,489	2,186	2,400	2,483
投资损失	(358.63)	(1,668)	(791.78)	(147.41)	(151.57)
营运资金变动	(7,752)	598.53	(6,677)	11,889	(9,678)
其他经营现金	880.45	2,483	(1,431)	(1,451)	(1,536)
投资活动现金	(8,176)	(1,812)	(1,613)	(4,353)	(3,443)
资本支出	(2,512)	(3,579)	(680.07)	(2,808)	(2,005)
长期投资	(2,115)	(912.21)	(1,318)	(1,201)	(999.61)
其他投资现金	(3,549)	2,679	385.32	(343.66)	(438.19)
筹资活动现金	14,281	(2,950)	(10,575)	(7,114)	(5,247)
短期借款	3,865	(1,083)	(566.26)	738.51	(303.59)
长期借款	9,180	2,513	(4,796)	(6,396)	(3,996)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	8.84	673.39	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	1,227	(5,054)	(5,212)	(1,456)	(947.41)
现金净增加额	6,374	5,578	(14,537)	7,249	(10,305)

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)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	231,327	281,055	252,338	280,541	295,568
营业成本	208,951	254,557	229,183	254,156	267,223
营业税金及附加	810.15	1,132	1,017	1,130	1,191
营业费用	712.04	838.83	757.01	841.62	886.71
管理费用	5,948	7,050	6,990	6,873	7,094
财务费用	1,880	2,489	2,186	2,400	2,483
资产减值损失	(539.57)	(1,070)	(757.01)	(561.08)	(650.25)
公允价值变动收益	390.46	388.19	0.00	0.00	0.00
投资净收益	358.63	1,668	791.78	147.41	151.57
营业利润	4,092	4,798	2,322	3,958	4,848
营业外收入	377.91	568.31	291.14	360.78	399.05
营业外支出	56.64	83.51	50.00	50.00	50.00
利润总额	4,414	5,283	2,563	4,269	5,197
所得税	1,191	1,235	589.46	1,067	1,299
净利润	3,222	4,048	1,973	3,202	3,898
少数股东损益	(128.54)	279.32	98.67	160.08	194.90
归属母公司净利润	3,351	3,769	1,875	3,042	3,703
EBITDA	8,535	9,991	5,878	8,090	9,513
EPS (人民币, 基本)	0.34	0.36	0.21	0.34	0.42

主要财务比率

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	12.57	21.50	(10.22)	11.18	5.36
营业利润	(24.12)	17.25	(51.61)	70.48	22.49
归属母公司净利润	(14.74)	12.47	(50.26)	62.24	21.75
获利能力 (%)					
毛利率	9.67	9.43	9.18	9.40	9.59
净利率	1.39	1.44	0.78	1.14	1.32
ROE	9.61	9.71	4.54	7.12	8.18
ROIC	(1,496)	(84.70)	47.47	(88.43)	79.75
偿债能力					
资产负债率 (%)	86.34	85.42	81.53	85.24	79.67
净负债比率 (%)	(1.59)	(16.96)	8.61	(12.43)	3.12
流动比率	1.16	1.14	1.17	1.09	1.13
速动比率	0.80	0.82	0.84	0.76	0.80
营运能力					
总资产周转率	0.80	0.83	0.79	0.86	0.90
应收账款周转率	5.74	5.66	5.65	6.10	6.50
应付账款周转率	2.08	1.90	1.90	2.00	2.15
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.38	0.42	0.21	0.34	0.42
每股经营现金流(最新摊薄)	0.04	1.16	(0.26)	2.10	(0.18)
每股净资产(最新摊薄)	4.12	4.60	4.67	4.93	5.23
估值比率					
PE (倍)	7.20	6.40	12.87	7.93	6.52
PB (倍)	0.66	0.59	0.58	0.55	0.52
EV EBITDA (倍)	3.28	2.37	6.31	3.20	3.65

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。
- 上海建工（600170 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本价值的 1%或以上。
- 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。
- 上海建工（600170 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 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

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

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2022年华泰证券股份有限公司