

经营业绩趋于改善，海外业务复苏可期

■ 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)	8.86
流通股本(亿股)	12.81
每股净资产(元)	5.22
总股本(亿股)	12.81

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

- 《Q1 经营继续改善，海外业务弹性可期》 2023-04-10
- 《扣非后业绩同比高增，员工持股推动高质量发展》 2023-02-01

核心观点

- ❖ **事件:** 公司 2022 年全年实现营收 187.18 亿元同增 18.00%; 归属净利润 6.31 亿元同降 2.74%; 扣非归属净利润 5.52 亿元同增 66.73%。2023Q1 公司实现营收 51.09 亿元同增 67.50%; 归属净利润 2.08 亿元同增 61.64%; 扣非归属净利润 1.6 亿元同增 24.71%。
- ❖ **公司扣非后利润持续高增，23Q1 海外业务复苏初显。** 分季度看，公司经营持续改善，公司 22Q1-23Q1 营业收入分别为 30.50/45.93/49.62/61.12/51.09 亿元，同增 10.03%/23.30%/30.53%/9.87%/67.50%; 归属净利润 1.29/1.36/1.51/2.16/2.08 亿元，同比变动 4.97%/-44.20%/0.80%/62.93%/61.64%; 扣非归属净利润 1.28/1.32/1.51/1.41/1.6 亿元，同增 21.20%/425.27%/31.64%/64.29%/24.71%。分业务看，工程总承包、国内外贸易、服务收入、其他业务分别实现收入 175.13/8.72/3.09/0.23，同增 17.68%/21.23%/29.32%/6.52%。分地区看，国内、国外分别实现营收 133.21/53.97 亿元，同比变动-1.36%/128.86%。经营情况来看，公司 2022 年新签订单 184.02 亿元同降 33.50%，其中，国内外分别实现新签 115.96/68.06 亿元，同降 40.60%/16.48%; 但 2023 年海外需求出现复苏迹象：Q1 新签 40.61 亿元同降 10%，其中国内外分别新签 27.61/13 亿元，同比变动-29.6%/119.97%。
- ❖ **2022 年经营利润率和现金流同比均有改善。** 公司 2022 年销售毛利率为 9.29%同增 1.03pct，其中国内业务毛利率 10.39%同比提升 1.73pct，海外业务毛利率 6.55%同比提高 0.64pct; 期间费用率 4.75%同降 1.41pct，其中公司销售/管理及研发/财务费用率分别为 0.20%/4.45%/0.09%，同比变动 0.06pct/-0.52pct/-0.95pct，财务费用率大幅下降系汇兑净收益 1.23 亿元，以及公司压低了融资成本; 资产及信用减值损失率 0.90%同增 0.91pct; 归属净利率 3.37%同降 0.72pct，主要是 2022 年非经常性收益中投资收益和公允价值变动损益较上年减少 3.06 亿元、473.97 万元; 扣非后归属净利率 2.95%同增 0.86pct。公司 2022 年经营性现金流净流入 11.62 亿元，比去年多流入 5.59 亿元; 收现比 92.11%同增 11.77pct; 付现比 86.61%同增 14.92pct。
- ❖ **23Q1 投资收益增厚利润，经营现金流同比继续改善。** 公司 23Q1 销售毛利率为 8.90%同降 3.31pct; 期间费用率 4.26%同降 2.21pct，其中公司销售/管理及研发/财务费用率分别为 0.16%/3.64%/0.45%，同比变动 0.06pct/-1.75pct/-0.52pct; 归属净利率 4.07%同降 0.15pct，主要得益于投资收益 6459.35 万元，去年同期投资收益为 0。公司 23Q1 经营性现金流净流出 8.94 亿元，较上年同期少流出 7.02 亿元，主要因为项目回款较同期增加; 收现比 77.70%同降 5.17pct; 付现比 106.63%同降 28.69pct。截至一季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 33.77/29.43/113.22/57.03 亿元，较年初同比变动 2.76%/11.91%/-2.00%/5.70%。

- ❖ **积极开展绿色低碳差异化竞争，“一带一路”拓展也值得期待。**公司持续构建以焦炉、带式焙烧球团、高炉低碳化、高端长材轧制、直接还原铁、氢冶金为核心的低碳冶金工程技术体系，积极开展绿色工程技术差异化竞争：公司 EPC 承建的新疆八钢项目已经投运，实现了固体燃料消耗降低 30%，碳减排 21%，目前已开展 2500m³富氢碳循环高炉商业化推广。公司在“一带一路”沿线市场不断取得新进展，包括阿尔及利亚 400 万吨带式焙烧球团厂、蒙古布罗巨特电厂项目一期等一批重点项目落地，以及成功打入非洲矿业工程市场。近期，宝钢股份与沙特阿美等正式签约建立全球首家绿色低碳全流程厚板工厂（年产能 250 万吨直接还原铁，150 万吨厚板），考虑到公司控股股东中钢集团整体划入中国宝武，中钢国际或能受益宝武海外业务开拓。
- ❖ **投资建议：**公司公告计划实行股票期权激励，23-25 年行权业绩考核目标：加权 ROE 分别不低于 12.0%/12.3%/12.6%；以 2021 年为基数，23-25 年归属净利润 CAGR 均不低于 12.5%；当年经营性净现金流占营收比例不低于 5%，预期公司经营质量持续改善。我们预计公司 2023-2025 年实现归属净利润 8.04/9.42/10.84 亿元，同增 27.34%/17.21%/15.09%，当前收盘价对应 PE 分别为 14.12/12.05/10.47 倍，维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**新签订单不及预期，“一带一路”发展不及预期，宏观经济波动风险。

盈利预测：

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	15862	18718	23245	27324	31331
收入增长率(%)	6.98	18.00	24.18	17.55	14.66
归母净利润(百万元)	649	631	804	942	1084
净利润增长率(%)	7.79	-2.74	27.34	17.21	15.09
EPS(元/股)	0.51	0.49	0.63	0.74	0.85
PE	18.10	11.93	14.12	12.05	10.47
ROE(%)	10.50	9.65	11.74	12.58	13.10
PB	1.93	1.15	1.66	1.52	1.37

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	15862.34	18717.84	23244.67	27324.22	31331.14	成长性					
减:营业成本	14553.28	16979.66	21010.96	24680.21	28274.87	营业收入增长率	7.0%	18.0%	24.2%	17.6%	14.7%
营业税费	22.33	28.69	34.87	43.72	53.26	营业利润增长率	14.8%	-1.1%	27.9%	17.2%	15.1%
销售费用	23.09	38.05	46.49	54.65	62.66	净利润增长率	7.8%	-2.7%	27.3%	17.2%	15.1%
管理费用	514.37	504.43	627.61	710.43	830.28	EBITDA 增长率	-30.2%	33.3%	45.5%	21.9%	15.3%
研发费用	273.95	328.30	399.81	464.51	532.63	EBIT 增长率	-37.0%	38.0%	61.2%	22.1%	15.4%
财务费用	165.29	17.41	47.29	48.28	46.52	NOPLAT 增长率	-41.0%	39.7%	60.7%	22.1%	15.4%
资产减值损失	-26.12	-49.32	-66.05	-76.05	-91.05	投资资本增长率	17.0%	3.7%	2.4%	6.0%	7.2%
加:公允价值变动收益	255.08	99.09	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	9.1%	8.3%	5.1%	9.7%	10.7%
投资和汇兑收益	219.38	46.93	69.73	27.32	31.33	利润率					
营业利润	835.79	826.62	1057.40	1239.34	1426.33	毛利率	8.3%	9.3%	9.6%	9.7%	9.8%
加:营业外净收支	-0.22	1.03	0.00	0.00	0.00	营业利润率	5.3%	4.4%	4.5%	4.5%	4.6%
利润总额	835.57	827.65	1057.40	1239.34	1426.33	净利润率	4.2%	3.5%	3.6%	3.6%	3.6%
减:所得税	173.18	163.33	211.48	247.87	285.27	EBITDA/营业收入	3.9%	4.4%	5.2%	5.4%	5.4%
净利润	648.90	631.11	803.62	941.90	1084.01	EBIT/营业收入	3.4%	4.0%	5.2%	5.4%	5.4%
资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	运营效率					
货币资金	6926.98	8196.42	7635.66	7349.92	8128.80	固定资产周转天数	4	3	2	1	0
交易性金融资产	16.72	12.64	12.64	12.64	12.64	流动营业资本周转天数	-105	-128	-100	-79	-72
应收账款	4208.96	3218.83	3962.85	4423.02	5179.45	流动资产周转天数	414	373	323	291	285
应收票据	141.30	67.39	74.66	92.32	99.15	应收帐款周转天数	107	71	56	56	56
预付帐款	2288.69	2206.48	2731.42	3134.39	3449.53	存货周转天数	44	46	46	46	45
存货	1990.45	2374.22	2950.25	3256.91	3686.80	总资产周转天数	499	490	429	389	365
其他流动资产	274.47	373.48	423.48	463.48	493.48	投资资本周转天数	202	178	146	132	123
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	10.5%	9.7%	11.7%	12.6%	13.1%
长期股权投资	471.44	493.24	493.24	493.24	493.24	ROA	2.7%	2.4%	2.8%	3.1%	3.3%
投资性房地产	522.38	531.52	540.67	549.81	558.96	ROIC	4.9%	6.6%	10.3%	11.8%	12.8%
固定资产	173.41	139.07	104.61	70.12	35.59	费用率					
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用率	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
无形资产	174.19	135.77	141.37	146.97	152.58	管理费用率	3.2%	2.7%	2.7%	2.6%	2.7%
其他非流动资产	56.05	41.60	41.60	41.60	41.60	财务费用率	1.0%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%
资产总额	24287.76	26674.25	28723.38	30337.17	33125.65	三费/营业收入	4.4%	3.0%	3.1%	3.0%	3.0%
短期债务	772.59	640.76	508.93	377.11	245.28	偿债能力					
应付帐款	6827.90	6899.73	7807.94	7822.85	8670.82	资产负债率	74.2%	74.5%	75.1%	74.2%	73.8%
应付票据	3447.92	4653.35	5035.04	5248.38	5747.40	负债权益比	286.9%	292.4%	301.8%	287.0%	281.6%
其他流动负债	320.73	216.68	216.68	216.68	216.68	流动比率	1.10	1.05	1.04	1.05	1.08
长期借款	619.09	728.41	728.41	728.41	728.41	速动比率	0.76	0.71	0.66	0.65	0.67
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	3.46	5.55	13.42	17.29	21.10
负债总额	18009.62	19875.99	21575.46	22497.78	24445.19	分红指标					
少数股东权益	97.89	259.67	301.96	351.54	408.59	DPS(元)	0.25	0.35	0.00	0.00	0.00
股本	1280.92	1281.05	1281.05	1281.05	1281.05	分红比率					
留存收益	2928.95	3236.90	3610.52	4252.42	5036.43	股息收益率	2.7%	5.9%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	6278.14	6798.26	7147.92	7839.39	8680.45	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)	0.51	0.49	0.63	0.74	0.85
净利润	648.90	631.11	803.62	941.90	1084.01	BVPS(元)	4.82	5.10	5.34	5.84	6.46
加:折旧和摊销	83.77	86.29	8.69	8.73	8.76	PE(X)	18.1	11.9	14.1	12.1	10.5
资产减值准备	-1.92	168.77	116.05	141.05	171.05	PB(X)	1.9	1.2	1.7	1.5	1.4
公允价值变动损失	-255.08	-99.09	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	155.99	66.28	89.25	84.64	80.02	P/S	0.8	0.4	0.5	0.4	0.4
投资收益	-219.38	-46.93	-69.73	-27.32	-31.33	EV/EBITDA	12.0	2.0	4.9	4.1	3.0
少数股东损益	13.49	33.21	42.30	49.57	57.05	CAGR(%)					
营运资金的变动	65.20	327.44	-293.30	-585.13	99.87	PEG	2.3	—	0.5	0.7	0.7
经营活动产生现金流量	603.62	1162.19	694.06	610.11	1465.63	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	689.76	-0.20	-537.48	-379.39	-174.90	REP					
融资活动产生现金流量	411.74	-486.56	-717.34	-516.47	-511.85						

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。