

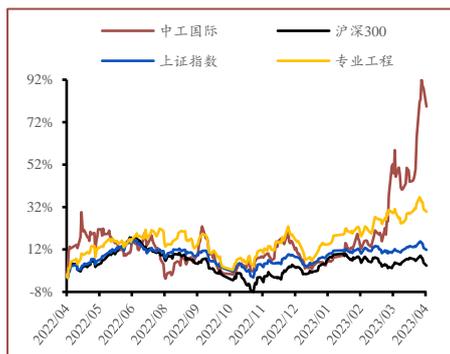
## 国内外业务双轮驱动，经营持续向好

■ 证券研究报告

**投资评级:增持(维持)**
**基本数据**
**2023-04-24**

收盘价(元)	13.59
流通股本(亿股)	12.37
每股净资产(元)	8.93
总股本(亿股)	12.37

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**

 1. 《经营稳中有增,收现比大幅改善》  
 2022-10-31

**核心观点**

- ❖ **事件:** 公司公告 2022 年及 2023 一季度报告。公司 2022 年实现营业总收入 97.17 亿元同增 12.47%; 归属母公司净利润 3.34 亿元同增 18.26%; 扣非归属母公司净利润 2.96 亿元同增 154.20%; 公司 2023Q1 实现营业总收入 27.89 亿元同增 9.08%; 归属母公司净利润 1.16 亿元同增 56.27%; 扣非归属母公司净利润 1.05 亿元同增 59.95%。
- ❖ **自 2022Q2 以来公司经营持续向好。** 分季度来看, 公司 2022Q1-2023Q1 营业收入分别为 25.57/24.81/23.07/23.73/27.89 亿元, 分别同增 53.05%/3.38%/2.17%/2.65%/9.08%, 增速自 2022Q2 以来环比持续向好; 归属母公司净利润分别为 0.74/1.74/0.81/0.04/1.16 亿元, 分别同增 9.19%/80.29%/20.77%/-91.16%/56.27%。分业务来看, 公司 2022 年工程承包和成套设备、咨询设计、装备制造、国内外贸易分别实现营收 60.37/18.09/8.08/10.27 亿元, 分别同比变动 9.33%/4.88%/11.78%/59.69%; 实现毛利率 9.55%/27.95%/25.09%/3.59%, 分别同比变动 -2.43pct/+1.27pct/+0.81pct/-0.37pct。分区域看, 公司境内、境外营收 48.98/48.19 亿元分别同比变动 -16.12%/72.10%, 境外业务高增系公司力推事业部改革, 优化市场布局, 聚焦重点“一带一路”, 多个项目签约生效; 实现毛利率 19.37%/8.32%, 同比变动 3.17pct/-5.96pct。
- ❖ **国内工程新签高增, 海外合同生效加快。** 订单情况来看, 国际工程承包实现新签 18.04 亿美元同降 11.48%; 生效合同额 16.51 亿美元同增 160%; 在手合同余额 93.50 亿美元; 海外在执行项目合计 37.88 亿美元, 其中亚太、西亚、非洲、拉美、中亚东欧区域分别在执行 9.16/10.53/11.59/3.14/3.45 亿美元。国内工程承包以及投资运营高景气, 国内工程承包、设计咨询、装备制造、工程投资与运营分别实现新签 25.30/23.13/18/5.46 亿元, 同比变动 70.26%/-0.73%/11.46%/136.36%。
- ❖ **2022 年汇兑收益增加提升盈利能力, 现金流同比显著改善。** 公司 2022 年销售毛利率为 13.89%同降 1.69pct, 系随着大国地缘政治博弈加剧, 外部环境不稳定, 且航运、物流及原材料价格上行, 汇率波动风险较大, 导致工程承包以及境外业务毛利率有所下滑; 期间费用率 7.91%, 同比变动 -4.8pct, 其中公司销售/管理及研发/财务费用率分别为 2.59%/9.44%/-4.12%, 同比变动 -0.38pct/0.71pct/-5.13pct, 财务费用率大幅改善系 2022 年人民币贬值产生汇兑收益 3.93 亿元 (2021 年为汇兑损失 1.13 亿元); 资产及信用减值损失率 1.79%同增 0.09pct; 得益于财务费用率降低, 归属净利率 3.44%同增 0.17pct。公司期内经营性活动现金流量净额为 2.52 亿元, 较上年同期多流入 6.66 亿元, 主要系公司加大了应收款项的催收力度; 收现比 95.70%同增 1.41pct; 付现比 88.57%同降 2.89pct。
- ❖ **23Q1 经营向好发展, 盈利能力及经营现金流同比改善。** 公司 2023Q1 销售毛利率为 15.45%同增 2.89pct; 期间费用率 9.96%同增 1.02pct, 其中公司销

售/管理及研发/财务费用率分别为 2.04%/6.31%/1.61%，分别同增 0.08pct/0.41pct/0.53pct；资产及信用减值损失率 0.46%同降 0.28pct；归属净利率 4.17%同增 1.26pct；公司期内经营性活动现金流量净额为 0.35 亿元，较上年同期多流入 1.85 亿元；收现比 87.44%同增 0.98pct；付现比 79.24%同降 1.67pct；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 47.48/40.82/47.57/38.67 亿元，较年初同比变动 5.07%/-1.00%/8.42%/-1.38%。

- ❖ **公司“二次创业”改革初显成效，着力构建国内国际双循环相互促进的新发展格局。**公司将继续就“十四五”战略展开后续发展规划：1) 海外方面，紧握“一带一路”以及 RCEP 高质量实施带来的市场机遇，加大海外市场开拓力度，在伊拉克、菲律宾、印尼等海外市场签署以伊拉克九区原油中央处理设施项目及天然气中央处理设施项目、圭亚那地区医院项目、印尼杰那拉塔大坝建设项目为代表的一批“一带一路”重点项目和民生类项目，未来随着中国国际地位的提升以及人民币国际化程度不断深化，公司海外经营有望迎来弹性；2) 国内领域，公司持续发挥核心技术优势，提高国内工程承包业务能力，未来将进一步加强设计与施工的深度融合，实现总承包一体化实施能力转型，并延长产业链至投资与运营环节，截至 2022 年末，公司已有固废处理厂 1 家，市政污水处理厂 2 家，工业污水处理厂 1 家，托管运营水厂 1 家，在手环保运营资产量、质双升，运行稳定。
- ❖ **投资建议：**我们预测公司 2023-2025 年归属母公司净利润为 4.68/5.99/7.31 亿元，同比增速 40.16%/27.96%/22.05%，EPS 分别为 0.38/0.48/0.59 元/股，最新收盘价对应 2023-2025 年 PE 分别为 35.92/28.07/23.00 倍，维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**未来投资收益不及预期，疫情反复风险、宏观经济下行风险。

#### 盈利预测：

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	8640	9717	11829	13883	15972
收入增长率(%)	8.46	12.47	21.74	17.36	15.05
归母净利润(百万元)	282	334	468	599	731
净利润增长率(%)	436.93	18.26	40.16	27.96	22.05
EPS(元/股)	0.23	0.27	0.38	0.48	0.59
PE	31.09	29.15	35.92	28.07	23.00
ROE(%)	2.64	3.05	4.10	4.98	5.73
PB	0.83	0.89	1.47	1.40	1.32

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
<b>营业收入</b>	<b>8639.76</b>	<b>9717.24</b>	<b>11829.43</b>	<b>13882.79</b>	<b>15971.63</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	7293.56	8367.80	10015.87	11676.49	13397.97	营业收入增长率	8.5%	12.5%	21.7%	17.4%	15.0%
营业税费	27.19	24.20	29.46	34.57	39.77	营业利润增长率	398.1%	59.1%	22.4%	28.0%	22.0%
销售费用	257.02	251.67	283.91	319.30	367.35	净利润增长率	436.9%	18.3%	40.2%	28.0%	22.0%
管理费用	460.96	493.76	532.32	610.84	686.78	EBITDA 增长率	-1.8%	-43.6%	156.1%	35.1%	21.3%
研发费用	292.88	423.31	473.18	527.55	590.95	EBIT 增长率	-24.7%	-96.4%	8,096.0%	41.2%	23.8%
财务费用	87.12	-400.08	-116.55	-69.35	-77.99	NOPLAT 增长率	-31.4%	-97.4%	10,112.9%	41.2%	23.8%
资产减值损失	-14.18	-22.93	-20.00	-25.00	-40.00	投资资本增长率	3.7%	2.7%	4.6%	5.4%	6.1%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>80.60</b>	<b>-79.92</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	净资产增长率	1.2%	2.5%	4.2%	5.2%	6.0%
投资和汇兑收益	99.72	22.17	23.66	27.77	31.94	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>282.68</b>	<b>449.81</b>	<b>550.77</b>	<b>704.77</b>	<b>860.15</b>	毛利率	15.6%	13.9%	15.3%	15.9%	16.1%
加:营业外净收支	-3.28	18.84	0.00	0.00	0.00	营业利润率	3.3%	4.6%	4.7%	5.1%	5.4%
<b>利润总额</b>	<b>279.40</b>	<b>468.65</b>	<b>550.77</b>	<b>704.77</b>	<b>860.15</b>	净利润率	3.0%	3.3%	4.0%	4.3%	4.6%
减:所得税	18.65	148.96	82.62	105.71	129.02	EBITDA/营业收入	5.6%	2.8%	5.9%	6.8%	7.1%
<b>净利润</b>	<b>282.44</b>	<b>334.02</b>	<b>468.15</b>	<b>599.05</b>	<b>731.13</b>	EBIT/营业收入	2.3%	0.1%	4.9%	5.9%	6.4%
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	6957.36	7002.55	7461.30	8263.61	9151.42	固定资产周转天数	53	46	37	31	26
交易性金融资产	191.87	125.14	125.14	125.14	125.14	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>51</b>	<b>46</b>	<b>41</b>	<b>33</b>	<b>28</b>
应收帐款	4396.05	4505.48	4680.91	5396.93	5918.13	流动资产周转天数	763	662	590	564	543
应收票据	112.67	12.98	19.88	18.68	25.68	应收帐款周转天数	181	165	141	133	130
预付帐款	905.97	1022.44	1151.83	1342.80	1540.77	存货周转天数	213	183	149	145	140
存货	4656.65	3847.58	4423.33	4937.73	5417.91	总资产周转天数	911	813	688	635	604
其他流动资产	274.77	205.58	205.58	205.58	205.58	投资资本周转天数	510	465	400	359	331
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	2.6%	3.0%	4.1%	5.0%	5.7%
长期股权投资	189.03	234.80	234.80	234.80	234.80	ROA	1.3%	1.5%	2.0%	2.3%	2.6%
投资性房地产	136.11	130.58	130.58	130.58	130.58	ROIC	1.5%	0.0%	3.8%	5.1%	6.0%
固定资产	1255.59	1227.19	1196.76	1163.13	1126.30	费用率					
在建工程	47.87	30.08	30.08	30.08	30.08	销售费用率	3.0%	2.6%	2.4%	2.3%	2.3%
无形资产	309.19	505.48	505.48	505.48	505.48	管理费用率	5.3%	5.1%	4.5%	4.4%	4.3%
其他非流动资产	102.36	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用率	1.0%	-4.1%	-1.0%	-0.5%	-0.5%
<b>资产总额</b>	<b>22046.37</b>	<b>21851.12</b>	<b>23342.71</b>	<b>25669.61</b>	<b>27922.47</b>	三费/营业收入	9.3%	3.6%	5.9%	6.2%	6.1%
短期债务	416.10	406.63	406.63	406.63	406.63	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	4418.78	4364.54	4594.10	5330.91	5834.06	资产负债率	50.9%	49.2%	50.5%	52.6%	53.8%
应付票据	48.45	22.83	24.47	30.67	32.60	负债权益比	103.6%	96.9%	101.8%	111.0%	116.5%
其他流动负债	162.30	181.74	181.74	181.74	181.74	流动比率	1.75	1.80	1.78	1.74	1.72
长期借款	146.55	124.07	124.07	124.07	124.07	速动比率	1.17	1.24	1.21	1.18	1.17
其他非流动负债	50.83	19.58	19.58	19.58	19.58	利息保障倍数	4.42	0.14	11.14	14.36	16.36
<b>负债总额</b>	<b>11219.21</b>	<b>10753.62</b>	<b>11777.05</b>	<b>13504.90</b>	<b>15026.63</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	120.74	143.67	143.67	143.67	143.67	DPS(元)	0.10	0.12	0.00	0.00	0.00
股本	1237.41	1237.41	1237.41	1237.41	1237.41	分红比率					
留存收益	7424.64	7634.92	8103.07	8702.12	9433.25	股息收益率	1.4%	1.5%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	<b>10827.16</b>	<b>11097.50</b>	<b>11565.65</b>	<b>12164.70</b>	<b>12895.83</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	EPS(元)	0.23	0.27	0.38	0.48	0.59
净利润	282.44	334.02	468.15	599.05	731.13	BVPS(元)	8.65	8.85	9.23	9.71	10.31
加:折旧和摊销	281.72	264.23	110.43	113.63	116.83	PE(X)	31.1	29.1	35.9	28.1	23.0
资产减值准备	147.32	174.30	100.00	125.00	160.00	PB(X)	0.8	0.9	1.5	1.4	1.3
公允价值变动损失	-80.60	79.92	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	61.77	-89.43	52.50	57.50	62.50	P/S	1.0	1.0	1.4	1.2	1.1
投资收益	-99.72	-22.17	-23.66	-27.77	-31.94	EV/EBITDA	6.5	14.9	15.5	10.7	8.1
少数股东损益	-21.70	-14.33	0.00	0.00	0.00	CAGR(%)					
营运资金的变动	-963.88	-306.50	-224.84	-35.37	-140.15	PEG	0.1	1.6	0.9	1.0	1.0
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>-414.67</b>	<b>251.60</b>	<b>476.67</b>	<b>825.10</b>	<b>890.38</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-212.31</b>	<b>-156.18</b>	<b>-65.43</b>	<b>-65.29</b>	<b>-40.07</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-354.67</b>	<b>-331.37</b>	<b>47.50</b>	<b>42.50</b>	<b>37.50</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。