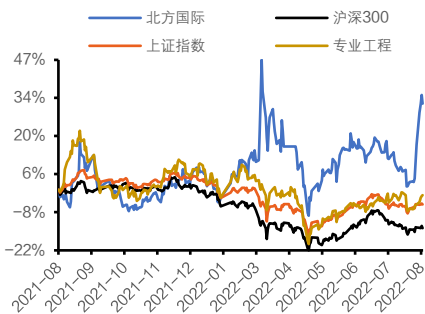


投资评级：增持(首次)

基本数据 2022-08-18

收盘价(元)	9.45
流通股本(亿股)	9.05
每股净资产(元)	7.53
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

核心观点

- 事件：**公司 2022H1 实现营收 53.93 亿元同增 22.5%；实现归属净利润 3.89 亿元同增 41.8%；实现扣非归属净利润 4.44 亿元同增 282.9%。其中，2022Q2 单季营业收入为 29.4 亿元同增 12.51%；归属净利润 2.84 亿元同增 37.60%。
- 贸易及发电收入同比大幅增长。**公司 2022H1 货物贸易、国际工程承包、货运代理、金属包装容器、发电收入实现营收 29.2/7.8/5.7/5.9/3.8 亿元，分别同增 52%/ -44%/76%/3%/339%，毛利率为 9%/11%/11%/13%/75%。其中，发电业务高增得益于欧洲能源紧缺背景下，上半年公司克罗地亚塞尼风电项目发电 1.8 亿度，实现售电收入 3400 万欧元、利润 1.97 亿元人民币。分区域来看，公司境内/外分别实现营收 26.5/27.4 亿元同增 23.4%/ -23.4%，境外收入下滑主要是受海外工程生效较慢影响。分季度来看，公司 Q1/Q2 毛利率分别为 14.6%/15.5%，同比变动 5.1pct/0.02pct。
- 毛利率、归属净利率及经营现金流均有改善，汇兑收益对期间费用率影响显著。**上半年公司销售毛利率为 15.09%，同比提升 2.05pct，主要系高毛利的发电业务收入占比增加；期间费用率 2.8%同比减少 6.4pct，其中销售/管理及研发/财务费用率分别为 3.6%/2.9%/ -3.7%，同比变动 -1pct/ -0.7pct/ -4.7pct，其中财务费用率大幅改善系上半年美元净资产汇兑收益所致（上半年汇兑收益 2.03 亿元而上年同期为损失 0.29 亿元）；资产及信用减值损失率 1.7%，同比增加 3.9pct，主要系信用减值损失变动，本期计提较大坏账准备，而上期埃塞亚吉铁路及橙线项目应收账款收回转回减值准备；归属净利率 7.2%，同比提升 1pct。2022H1 公司经营性现金净流出 6.12 亿元，同比少流出 3.1 亿元；收现比 96.3%同增 7.43pct，付现比 119.8%同增 3.74pct；截至 6 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 45/17/57/9 亿元，较年初同比变动 15%/18%/ -7%/59%。
- 从 EPC 积极转型投建营一体化（EPCO），新的业务格局正在形成。**公司“十四五”期间将由传统 EPC 国际工程向投建营一体化（EPCO）转型，希望打造新的增长极并明显改善经营质量：1）克罗地亚塞尼风电项目（公司控股 76%）于去年 12 月并网发电，该项目是中国企业在中东欧地区投资的最大清洁能源项目，今年以来欧洲市场电力价格高涨，项目盈利大幅增长；2）孟加拉博杜阿卡利 1320MW 燃煤电站项目（公司投资占比 50%），已于 2021 年实现了融资关闭并且已收到两笔放款，预计于 2024 年完工；3）蒙古矿山一体化项目，之前因疫情影响中蒙口岸长期处于关闭和严格管制状态，2022 年 4 月，满都拉口岸外运方式由过去单一的公路运输升级为公铁联运，大幅提高了外调能力和周转效率，有望在下半年贡献新的盈利弹性。
- 国际工程业务新签同比大幅改善，盈利拐点值得期待。**公司 2022H1 新签订单 11.2 亿美元，是去年同期的 24 倍；截止 6 月底，公司已签约未完工合同 203.7 亿美元，其中已签约未生效订单 107.88 亿美元，已生效在执行项

目 95.85 亿美元环比 3 月底增加 7.24 亿美元。新签订单和生效订单均出现较大增长，为海外工程业务复苏打下坚实基础。

- ▶ **盈利预测及投资评级：**我们预测公司 2022-2024 年归母净利润为 8.6/10.6/13.0 亿元，同比增速 37.4%/23.4%/22.8%，最新收盘价对应 2022-2024 年 PE 分别为 11.0/9.0/7.3 倍，首次覆盖给予“增持”评级。
- ▶ **风险提示：**国际形势大幅变动、项目进展不及预期、海外疫情反复。

盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	12851	13050	16379	20322	24795
收入增长率（%）	16.19	1.55	25.51	24.07	22.01
归母净利润（百万元）	751	624	857	1057	1298
净利润增长率（%）	6.39	-16.99	37.38	23.37	22.82
EPS（元/股）	0.98	0.81	0.86	1.06	1.30
PE	7.61	10.59	11.05	8.95	7.29
ROE（%）	13.36	10.04	10.44	11.41	12.29
PB	1.02	1.07	1.15	1.02	0.90

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

利润表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	12851	13050	16379	20322	24795	成长性					
减:营业成本	11563	11655	14546	17937	21891	营业收入增长率	16%	2%	26%	24%	22%
营业税费	14	16	20	24	30	营业利润增长率	5%	-10%	42%	23%	23%
销售费用	330	325	360	427	496	净利润增长率	6%	-17%	37%	23%	23%
管理费用	225	270	309	366	422	EBITDA 增长率	-8%	14%	54%	35%	24%
研发费用	15	16	20	25	31	EBIT 增长率	-25%	17%	57%	38%	27%
财务费用	-47	160	-130	52	50	NOPLAT 增长率	-24%	13%	59%	38%	27%
资产减值损失	31	-2	-5	-10	-20	投资资本增长率	66%	-2%	17%	8%	10%
加:公允价值变动收益	107	76	-70	0	0	净资产增长率	14%	10%	31%	13%	15%
投资和汇兑收益	36	108	54	67	82	利润率					
营业利润	896	808	1144	1411	1734	毛利率	10%	11%	11%	12%	12%
加:营业外净收支	7	-1	2	2	2	营业利润率	7%	6%	7%	7%	7%
利润总额	903	807	1146	1413	1736	净利率	6%	5%	6%	6%	6%
减:所得税	119	130	172	212	260	EBITDA/营业收入	6%	7%	9%	10%	10%
净利润	751	624	857	1057	1298	EBIT/营业收入	5%	6%	8%	8%	9%
资产负债表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	运营效率					
货币资金	4940	3747	4669	4770	5603	固定资产周转天数	22	53	60	58	53
交易性金融资产	202	344	274	274	274	流动营业资本周转天数	49	21	15	13	12
应收帐款	3153	3799	4564	5347	5991	流动资产周转天数	358	329	312	280	266
应收票据	60	132	141	198	215	应收帐款周转天数	105	96	93	90	85
预付帐款	1782	1146	1455	1794	2189	存货周转天数	19	26	27	25	24
存货	667	991	1185	1291	1598	总资产周转天数	460	516	464	428	392
其他流动资产	40	135	135	135	135	投资资本周转天数	350	339	317	277	249
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	13%	10%	10%	11%	12%
长期股权投资	147	1103	1103	1103	1103	ROA	4%	3%	4%	4%	5%
投资性房地产	17	16	16	16	16	ROIC	5%	5%	7%	9%	11%
固定资产	792	1903	2693	3253	3595	费用率					
在建工程	1029	587	787	937	837	销售费用率	3%	2%	2%	2%	2%
无形资产	1659	1573	1573	1573	1573	管理费用率	2%	2%	2%	2%	2%
其他非流动资产	278	184	184	184	184	财务费用率	0%	1%	-1%	0%	0%
资产总额	18081	19344	22854	25464	28467	三费/营业收入	4%	6%	3%	4%	4%
短期债务	1351	644	644	644	644	偿债能力					
应付帐款	4012	5520	6359	7392	8418	资产负债率	66%	65%	61%	60%	59%
应付票据	843	598	938	1055	1256	负债权益比	190%	183%	155%	151%	145%
其他流动负债	40	29	29	29	29	流动比率	1.73	1.49	1.50	1.45	1.47
长期借款	4045	3907	3907	3907	3907	速动比率	1.18	1.05	1.07	1.02	1.03
其他非流动负债	0	2	2	2	2	利息保障倍数	5.52	4.64	8.51	11.76	14.90
负债总额	11854	12502	13902	15311	16838	分红指标					
少数股东权益	604	629	746	890	1068	DPS(元)	0.10	0.06	0.00	0.00	0.00
股本	770	774	774	774	774	分红比率					
留存收益	3771	4319	5113	6170	7469	股息收益率	1%	1%	0%	0%	0%
股东权益	6227	6842	8952	10153	11629	业绩和估值指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金流量表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	EPS(元)	0.98	0.81	0.86	1.06	1.30
净利润	751	624	857	1057	1298	BVPS(元)	7.31	8.02	8.19	9.25	10.54
加:折旧和摊销	146	152	210	239	259	PE(X)	7.61	10.59	11.05	8.95	7.29
资产减值准备	13	-10	105	160	240	PB(X)	1.02	1.07	1.15	1.02	0.90
公允价值变动损失	-107	-76	70	0	0	P/FCF					
财务费用	-33	316	145	145	145	P/S	0.45	0.51	0.45	0.36	0.30
投资收益	-36	-108	-54	-67	-82	EV/EBITDA	8.42	8.72	6.97	5.13	3.78
少数股东损益	33	53	117	144	177	CAGR(%)					
营运资金的变动	-2058	531	-74	-250	-341	PEG	1.19	—	0.30	0.38	0.32
经营活动产生现金流量	-1274	1497	1375	1427	1695	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-796	-2144	-1444	-1181	-716	REP					
融资活动产生现金流量	4040	-950	991	-145	-145						

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。