

# 多措并举优化利润率和现金流

华泰研究

2023年4月25日 | 中国内地

年报点评

建筑施工

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

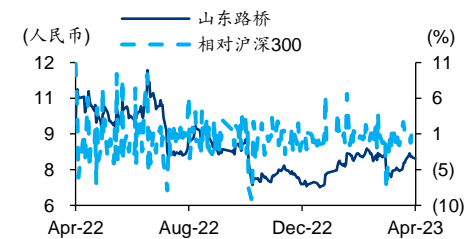
11.17

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

## 基本数据

目标价(人民币)	11.17
收盘价(人民币 截至4月24日)	7.97
市值(人民币百万)	12,441
6个月平均日成交额(人民币百万)	144.04
52周价格范围(人民币)	6.76-11.68
BVPS(人民币)	10.61

## 股价走势图



资料来源: Wind

## 22年/23Q1 归母净利润同比+17.3%/+0.4%，维持“买入”评级

公司发布年报及一季报,22年实现营收/归母净利/扣非归母 650.2/25.0/23.9 亿,同比+13.0%/+17.3%/+23.6%,归母净利略低于我们预期(26.2 亿),主要系 Q4 受疫情影响收入增速略低于预期,22Q4 实现营收/归母净利同比+19.7%/+19.2%。23Q1 实现营收/归母净利/扣非归母 105.6/2.4/2.3 亿,同比+0.3%/+0.5%/+2.4%。考虑到公司 22 年新签订单增速同比-13.3%,我们调整公司 23-25 年归母净利润预测为 30.0/35.6/40.9 亿元(前值 23-24 年 31.9/38.5 亿元)。可比公司 23 年 Wind 一致预期 PE 均值为 8x,认可给予公司 23 年 8xPE,目标价 11.17 元(前值 12.27 元),维持“买入”评级。

## 推进精细化管理、智能化建设,助力毛利率稳步提升

22 年公司核心主业路桥施工实现营收 593 亿,同比+14.2%,占总收入比例增加 0.9pct 至 91.1%,毛利率同比+0.47pct 至 11.7%,带动 22 年公司综合毛利率同比+0.42pct 至 12.2%。路桥养护施工业务实现营收 32.8 亿元,同比+3.9%,占营收比例下降 0.4pct 至 5.1%。分地区看,华东地区仍是收入主要贡献区域,实现营收 479.2 亿,同比+0.5%,占比提升 0.5pct 至 73.7%,华北地区拓展良好,实现收入 54.4 亿,同比+6.5%,占比提升 6.5pct 至 8.4%。23Q1 综合毛利率 10.4%,同比+0.53pct。

## 研发投入持续增加,现金流显著改善

公司 22 年期间费用率为 5.55%,同比+0.10pct,其中销售/管理/研发/财务费用率同比-0.01/-0.04/+0.40/-0.25pct,研发费用同比+33.8%,主要系研发立项多于上年同期,且按照研发进度实际投入增加。减值支出占收入比例同比+0.16pct 至 0.80%,综合影响 22 年归母净利率同比+0.14pct 至 3.85%。22 年公司经营性现金流净额 1.5 亿,同比+25.1 亿,主要系公司持续加强“两金”压降和清收、工程计量管理,推广商业汇票、供应链等支付方式,减少销售收款与资金支付错配,收/付现比分别 62.6%/63.8%,同比+1.0/-1.8pct。23Q1 期间费用率/归母净利率同比+0.5/+0.0pct 至 6.4%/2.2%。

## 省内交通投资稳健,公司在手订单充沛

22 年新签订单 876.2 亿,同比-13.3%,其中省内中标 472.5 亿,占比 53.9%。随疫情好转及基建发力稳增长,23Q1 公司新签订单 202.9 亿,同比+170%。据山东省交通厅,21-22 年全省交通投资 2655/3084 亿,23 年目标为超 3100 亿,省内稳健投资为公司提供良好市场,同时随公司积极拓展省外、海外业务,有望实现稳定增长。截至 23Q1 末,公司在手订单 1186.8 亿,同比+17.6%,约为 22 年收入的 1.8 倍。

风险提示:稳增长不及预期,后续订单转化不及预期的风险。

## 经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(人民币百万)	57,522	65,019	78,100	90,168	102,290
+/-%	67.03	13.03	20.12	15.45	13.44
归属母公司净利润(人民币百万)	2,135	2,505	3,004	3,555	4,091
+/-%	59.48	17.32	19.95	18.33	15.08
EPS(人民币,最新摊薄)	0.99	1.16	1.40	1.65	1.90
ROE(%)	19.26	17.13	17.63	17.78	17.41
PE(倍)	8.03	6.85	5.71	4.82	4.19
PB(倍)	1.27	1.09	0.93	0.79	0.68
EV EBITDA(倍)	6.18	6.46	6.49	5.68	5.14

资料来源:公司公告、华泰研究预测

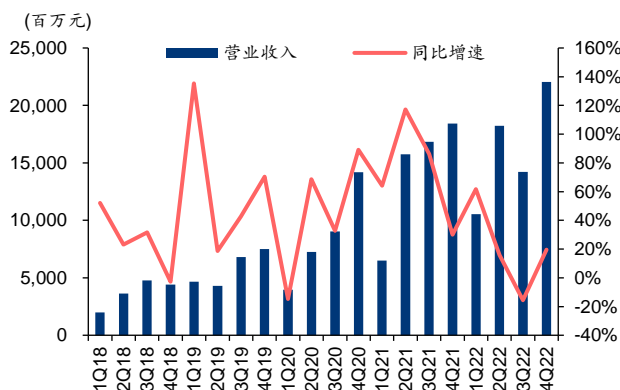
图表1: 可比公司估值表 (2023/4/24)

公司名称	代码	股价市值 (亿元)		每股收益				P/E			
				2021	2022	2023E	2024E	2021	2022	2023E	2024E
浦东建设	600284 CH	7.06	68.50	0.55	0.58	0.77	0.94	12.81	12.07	9.17	7.50
四川路桥	600039 CH	15.48	963.69	1.17	1.81	2.05	2.48	13.23	8.55	7.57	6.24
安徽建工	600502 CH	6.32	108.48	0.64	0.80	0.97	1.17	9.88	7.90	6.49	5.39
中国交建	601800 CH	12.00	1,608.89	1.02	1.09	1.34	1.48	11.76	11.01	8.98	8.10
<b>平均</b>								<b>11.92</b>	<b>9.88</b>	<b>8.05</b>	<b>6.81</b>
山东路桥	000498 CH	7.97	124.41	0.99	1.16	1.40	1.65	8.03	6.85	5.71	4.82

注: 除山东路桥外, 盈利预测均来自 Wind 一致预期

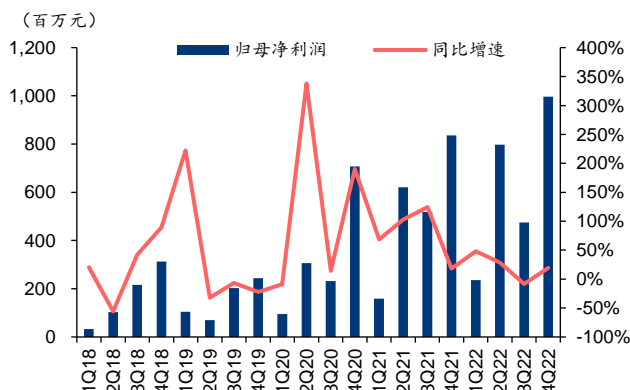
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰研究预测

图表2: 单季度营业收入及同比增速



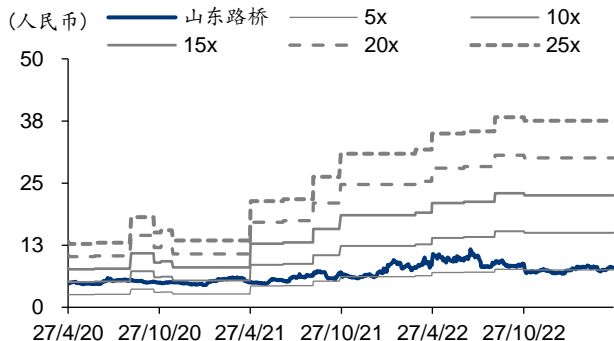
资料来源: Wind, 华泰研究

图表3: 单季归母净利润及同比增速



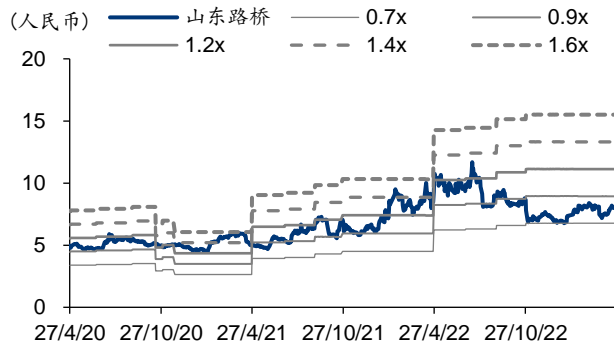
资料来源: Wind, 华泰研究

图表4: 山东路桥 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表5: 山东路桥 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)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	61,668	73,294	79,643	88,650	95,215
现金	7,305	6,701	6,814	7,999	7,518
应收账款	8,628	9,978	11,130	11,990	13,266
其他应收账款	2,471	3,052	2,526	3,291	3,308
预付账款	1,783	1,489	2,102	1,578	2,597
存货	2,498	2,571	2,919	3,421	3,773
其他流动资产	38,982	49,502	54,153	60,370	64,752
<b>非流动资产</b>	21,719	29,756	32,337	34,596	36,918
长期投资	4,898	5,778	6,855	7,935	9,022
固定投资	3,237	3,543	4,110	4,459	4,621
无形资产	359.69	405.13	456.27	514.90	586.10
其他非流动资产	13,224	20,029	20,916	21,687	22,690
<b>资产总计</b>	83,387	103,050	111,980	123,246	132,133
<b>流动负债</b>	55,534	68,049	73,338	80,421	85,202
短期借款	4,491	5,966	5,300	5,800	5,800
应付账款	33,438	42,539	47,751	50,089	54,485
其他流动负债	17,605	19,544	20,287	24,532	24,918
<b>非流动负债</b>	7,840	12,049	12,231	12,214	11,497
长期借款	7,099	11,086	11,269	11,251	10,534
其他非流动负债	740.72	962.83	962.83	962.83	962.83
<b>负债合计</b>	63,374	80,098	85,569	92,635	96,699
少数股东权益	6,488	7,243	8,041	8,986	10,074
股本	2,150	2,152	2,152	2,152	2,152
资本公积	1,272	1,289	1,289	1,289	1,289
留存公积	6,965	9,136	12,559	16,609	21,270
归属母公司股东权益	13,525	15,710	18,370	21,624	25,360
<b>负债和股东权益</b>	83,387	103,050	111,980	123,246	132,133

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金</b>	(2,356)	151.97	2,784	3,735	3,620
净利润	2,751	3,173	3,803	4,500	5,178
折旧摊销	883.64	851.69	620.23	756.67	939.80
财务费用	487.60	391.45	591.75	601.12	656.64
投资损失	(166.29)	(195.19)	(166.56)	(170.00)	(175.66)
营运资金变动	(6,444)	(5,154)	(1,778)	(1,650)	(2,678)
其他经营现金	131.93	1,085	(285.54)	(303.54)	(301.41)
<b>投资活动现金</b>	(2,945)	(3,082)	(3,015)	(2,830)	(3,071)
资本支出	(532.94)	(449.11)	(793.54)	(894.95)	(1,025)
长期投资	(2,118)	(2,820)	(1,077)	(1,080)	(1,087)
其他投资现金	(294.57)	187.05	(1,144)	(855.53)	(959.49)
<b>筹资活动现金</b>	4,978	2,129	342.61	281.31	(1,029)
短期借款	881.83	1,474	(665.59)	500.00	0.00
长期借款	755.52	3,987	182.86	(17.14)	(717.14)
普通股增加	1.11	2.56	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	33.70	17.60	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	3,306	(3,352)	825.34	(201.55)	(312.15)
现金净增加额	(346.35)	(773.48)	112.48	1,185	(480.73)

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)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	57,522	65,019	78,100	90,168	102,290
营业成本	50,753	57,093	68,620	79,250	89,934
营业税金及附加	129.08	152.38	183.04	211.32	239.73
营业费用	11.23	5.75	0.00	0.00	0.00
管理费用	1,380	1,532	1,796	2,029	2,281
财务费用	487.60	391.45	591.75	601.12	656.64
资产减值损失	(310.94)	(288.31)	(234.30)	(270.51)	(306.87)
公允价值变动收益	(13.52)	0.05	0.00	0.00	0.00
投资净收益	166.29	195.19	166.56	170.00	175.66
<b>营业利润</b>	3,394	3,879	4,660	5,512	6,342
营业外收入	11.78	24.36	13.46	16.53	18.12
营业外支出	13.67	14.41	12.14	13.41	13.32
<b>利润总额</b>	3,392	3,889	4,661	5,515	6,347
所得税	640.74	715.98	858.10	1,015	1,168
<b>净利润</b>	2,751	3,173	3,803	4,500	5,178
少数股东损益	616.12	668.41	798.61	945.01	1,087
归属母公司净利润	2,135	2,505	3,004	3,555	4,091
EBITDA	4,670	5,199	5,912	6,918	7,943
EPS (人民币, 基本)	1.37	1.51	1.40	1.65	1.90

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	67.03	13.03	20.12	15.45	13.44
营业利润	86.31	14.30	20.12	18.30	15.05
归属母公司净利润	59.48	17.32	19.95	18.33	15.08
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	11.77	12.19	12.14	12.11	12.08
净利率	4.78	4.88	4.87	4.99	5.06
ROE	19.26	17.13	17.63	17.78	17.41
ROIC	24.71	20.01	18.55	19.76	20.01
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	76.00	77.73	76.41	75.16	73.18
净负债比率 (%)	26.07	40.09	49.86	43.01	38.47
流动比率	1.11	1.08	1.09	1.10	1.12
速动比率	0.93	0.91	0.92	0.95	0.96
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.83	0.70	0.73	0.77	0.80
应收账款周转率	7.77	6.99	7.40	7.80	8.10
应付账款周转率	1.88	1.50	1.52	1.62	1.72
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.99	1.16	1.40	1.65	1.90
每股经营现金流(最新摊薄)	(1.09)	0.07	1.29	1.74	1.68
每股净资产(最新摊薄)	6.28	7.30	8.54	10.05	11.78
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	8.03	6.85	5.71	4.82	4.19
PB (倍)	1.27	1.09	0.93	0.79	0.68
EV EBITDA (倍)	6.18	6.46	6.49	5.68	5.14

## 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。
- 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](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。
- 山东路桥（000498 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 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**

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

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2023年华泰证券股份有限公司