

投资评级 优于大市 首次覆盖

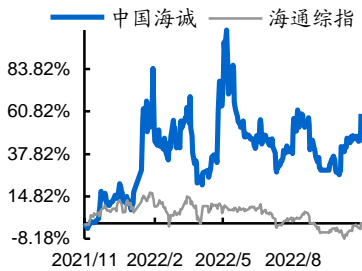
轻工行业全过程龙头，数字化/双碳驱动转型

股票数据

11月24日收盘价(元)	11.50
52周股价波动(元)	6.18-13.73
总股本/流通A股(百万股)	418/416
总市值/流通市值(百万元)	4803/4789

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	44.8	34.2	32.6
相对涨幅(%)	41.4	36.8	40.6

资料来源: 海通证券研究所

分析师:张欣劼

Tel:18515295560

Email:xzj12156@htsec.com

证书:S0850518020001

联系人:郭好格

Tel:13718567611

Email:ghg14711@htsec.com

联系人:曹有成

Tel:18901961523

Email:cyc13555@htsec.com

投资要点:

- 轻工行业龙头，保利集团旗下六大上市平台之一。**公司2002年成立，由上世纪五十年代先后成立的原国家轻工业部八家部属设计院整体改制而成；2007年上市。公司是保利集团旗下六大上市平台之一，控股股东为中国轻工集团有限公司，实际控制人为中国保利集团有限公司。保利集团有“5+1”业务体系：以贸易、地产、文化三大优势业务为战略支点，以科技、工程业务为潜在增长极，以金融业务为重要支撑保障。公司是保利集团“5+1”业务体系的科技、工程业务板块的组成部分。公司是我国轻工行业最大的提供设计、咨询、监理等工程技术和工程总承包服务的综合性工程公司，根据公司官网援引《解放日报》报道，公司设计的纸厂、糖厂、精细日用化工厂、酒厂等轻工行业大中型项目在全国占比超过70%。公司大力拓展节能环保、休闲健康和现代物流、新材料新能源等新兴行业，根据上海经信委公众号，公司在垃圾发电设计业务市场的占有率超过40%。2021年公司营收分产品看，承包、设计、监理、咨询、其他分别占比63.56%、23.00%、8.81%、4.31%、0.32%；分地区看，境内、境外分别占比85.97%、14.03%。
- 定增加速数字化转型，股权激励完成首次授予。**公司拟向不超过35名特定投资者非公开发行股票不超过9972万股，募集资金不超过4.13亿元，其中3.64亿元投入数字化转型升级建设项目，基于EIM/BIM、云计算、物联网、人工智能等技术应用，搭建集生产、技术、管理、服务等功能于一体的企业数字化平台；0.49亿元投入“双碳”科创中心项目，努力建设成为轻工行业“双碳”研究的重要科学决策咨询机构。目前定增已获得保利集团批复同意。此外11月21日，公司以5.26元/股的价格授予首次73名激励对象共计1068万股限制性股票，此次股权激励业绩考核目标为2023-2025年ROE分别不低于10.65%、11.09%、11.62%，营业利润较2021年复合增长率分别不低于10.58%、10.88%、11.00%。
- 公司收入、利润、现金流、订单均高速增长，在手订单充足。**公司2022年前三季度实现营收38亿元，同增14.04%，归母净利润1.75亿元，同增51.48%，扣非后归母净利润1.77亿元，同增58.06%；经营活动现金净流入5.85亿元，同增124.21%。前三季度新签订单75.60亿元，同增34.63%；其中食品发酵、制浆造纸、环保、民建公建、日用化工、新材料新能源、市政、医药及其他分别占比26.98%、20.30%、17.43%、13.42%、8.55%、5.82%、2.88%、0.74%、3.87%，分别同增193.05%、19.55%、14.72%、31.15%、11.02%、-13.82%、33.65%、-58.69%、-9.33%。截止三季度末公司累计已签约未完工工程总承包项目68亿元，约为2021年营收的1.29倍。
- 盈利预测与评级。**公司是轻工行业龙头，业绩订单较快增长，同时拟进行定增加速数字化转型，叠加限制性股票激励，看好公司未来增长前景。我们预计公司22-23年EPS分别为0.50和0.63元，给予2022年26-27倍市盈率，合理价值区间13.01-13.51元，首次覆盖，给予“优于大市”评级。
- 风险提示。**新冠疫情反复风险，募投项目不达预期风险，政策风险。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	5097	5265	5852	6557	7359
(+/-)YoY(%)	-8.7%	3.3%	11.1%	12.1%	12.2%
净利润(百万元)	64	161	209	261	308
(+/-)YoY(%)	8.9%	151.8%	30.0%	25.0%	18.0%
全面摊薄EPS(元)	0.15	0.39	0.50	0.63	0.74
毛利率(%)	10.1%	12.7%	12.4%	12.1%	11.8%
净资产收益率(%)	4.6%	10.7%	12.6%	14.0%	14.6%

资料来源: 公司年报(2020-2021), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

表1 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
605598.SH	上海港湾	46.62	0.36	1.07	1.42	44.86	25.24	19.07
000628.SZ	高新发展	44.70	0.46	0.46	0.73	23.98	27.77	17.46
均值			0.41	0.76	1.07	34.42	26.50	18.27

注: 收盘价为 2022 年 11 月 24 日价格, EPS 为 wind 一致预期
 资料来源: wind, 海通证券研究所

1、公司是我国轻工行业提供工程设计咨询服务和工程总承包服务的大型综合性工程公司之一, 工程总承包是公司的第一大主营业务, 我们预计公司总承包业务收入将实现较快增长, 2022、2023、2024 年营收分别增长 15%、15%、15%, 毛利率分别为 6%、6%、6%;

2、公司在轻工行业重要细分领域拥有很强的工程设计能力, 我们预计公司设计业务收入未来将实现稳定增长, 2022、2023、2024 年营收分别增长 7%、7%、7%, 毛利率分别为 28%、28%、28%;

3、公司是轻工行业龙头企业, 我们预计未来其监理业务收入将继续保持稳定增长, 2022、2023、2024 年营收分别增长 6%、6%、6%, 毛利率分别为 14%、14%、14%;

4、公司在轻工行业重要细分领域拥有较强的全过程工程咨询能力, 2022 上半年咨询业务收入同比下降较多, 我们认为其 2022 年全年收入仍然同比下降, 之后慢慢恢复较为稳定增长, 预计公司咨询业务收入 2022、2023、2024 年营收分别增长-10%、5%、5%, 毛利率分别为 31%、31%、31%;

5、公司 2022 上半年其他业务收入同比下降较多, 且近三年均处于下降状态, 我们预计公司其他业务收入 2022、2023、2024 年营收分别增长-30%、-20%、-10%, 毛利率分别为-2%、-2%、-2%。

表2 分项业务预测表 (单位: 百万元)

工程总承包	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	3343.13	3346.21	3848.14	4425.36	5089.17
增长率	-13.85%	0.09%	15.00%	15.00%	15.00%
主营业务成本	3308.74	3149.55	3617.25	4159.84	4783.82
主营业务利润	34.39	196.66	230.89	265.52	305.35
毛利率	1.03%	5.88%	6.00%	6.00%	6.00%
设计业务					
主营业务收入	1132.71	1211.14	1295.92	1386.63	1483.70
增长率	4.37%	6.92%	7.00%	7.00%	7.00%
主营业务成本	803.77	874.69	933.06	998.38	1068.26
主营业务利润	328.94	336.46	362.86	388.26	415.44
毛利率	29.04%	27.78%	28.00%	28.00%	28.00%
监理业务					
主营业务收入	437.98	463.86	491.69	521.20	552.47
增长率	9.12%	5.91%	6.00%	6.00%	6.00%
主营业务成本	356.81	399.76	422.86	448.23	475.12
主营业务利润	81.17	64.10	68.84	72.97	77.35
毛利率	18.53%	13.82%	14.00%	14.00%	14.00%
咨询业务					
主营业务收入	166.00	227.09	204.38	214.60	225.33
增长率	-6.61%	36.80%	-10.00%	5.00%	5.00%
主营业务成本	100.31	156.69	141.02	148.07	155.47
主营业务利润	65.69	70.40	63.36	66.52	69.85
毛利率	39.57%	31.00%	31.00%	31.00%	31.00%
其他业务					
主营业务收入	16.80	16.75	11.73	9.38	8.44
增长率	-53.61%	-0.28%	-30.00%	-20.00%	-10.00%
主营业务成本	10.49	17.34	11.96	9.57	8.61
主营业务利润	6.31	-0.59	-0.23	-0.19	-0.17
毛利率	37.58%	-3.52%	-2.00%	-2.00%	-2.00%
营业收入合计					
综合增长率	-8.68%	3.30%	11.15%	12.05%	12.23%
营业成本合计	4580.12	4598.02	5126.15	5764.09	6491.29
综合毛利率	10.13%	12.67%	12.40%	12.09%	11.79%

资料来源: 公司年报 (2020、2021), 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	5265	5852	6557	7359
每股收益	0.39	0.50	0.63	0.74	营业成本	4598	5126	5764	6491
每股净资产	3.60	3.97	4.47	5.05	毛利率%	12.7%	12.4%	12.1%	11.8%
每股经营现金流	1.03	1.14	1.28	1.42	营业税金及附加	27	30	33	38
每股股利	0.14	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
价值评估 (倍)					营业费用	7	8	9	10
P/E	28.62	22.02	17.62	14.94	营业费用率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
P/B	3.06	2.78	2.47	2.18	管理费用	237	255	272	280
P/S	0.87	0.79	0.70	0.63	管理费用率%	4.5%	4.4%	4.2%	3.8%
EV/EBITDA	1.88	5.99	4.04	2.29	EBIT	212	254	290	335
股息率%	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-1	-38	-43	-50
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.0%	-0.6%	-0.7%	-0.7%
毛利率	12.7%	12.4%	12.1%	11.8%	资产减值损失	-25	-20	-21	-22
净利润率	3.1%	3.6%	4.0%	4.2%	投资收益	3	3	13	18
净资产收益率	10.7%	12.6%	14.0%	14.6%	营业利润	191	261	310	366
资产回报率	3.3%	3.7%	4.3%	4.3%	营业外收支	-1	-14	-1	-1
投资回报率	11.5%	12.5%	12.7%	13.1%	利润总额	190	247	309	364
盈利增长 (%)					EBITDA	268	293	329	375
营业收入增长率	3.3%	11.1%	12.1%	12.2%	所得税	29	38	48	56
EBIT 增长率	117.2%	19.8%	14.1%	15.8%	有效所得税率%	15.4%	15.4%	15.4%	15.4%
净利润增长率	151.8%	30.0%	25.0%	18.0%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	161	209	261	308
资产负债率	69.2%	70.6%	69.6%	70.3%	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动比率	1.30	1.29	1.32	1.32	货币资金	2539	2907	3333	3804
速动比率	1.03	1.03	1.06	1.05	应收账款及应收票据	602	817	770	1011
现金比率	0.76	0.74	0.79	0.77	存货	6	46	0	56
经营效率指标					其它流动资产	1179	1317	1465	1653
应收账款周转天数	41.66	41.66	41.66	41.66	流动资产合计	4327	5088	5567	6523
存货周转天数	2.37	2.37	2.37	2.37	长期股权投资	0	0	0	0
总资产周转率	1.12	1.11	1.11	1.11	固定资产	209	215	231	246
固定资产周转率	25.03	27.56	29.39	30.84	在建工程	12	16	20	24
					无形资产	56	61	66	72
					非流动资产合计	546	544	563	592
					资产总计	4873	5632	6130	7115
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	短期借款	5	5	5	5
净利润	161	209	261	308	应付票据及应付账款	1707	2122	2183	2665
少数股东损益	0	0	0	0	预收账款	0	0	0	0
非现金支出	99	66	69	70	其它流动负债	1614	1802	2031	2289
非经营收益	4	11	-13	-17	流动负债合计	3325	3929	4220	4959
营运资金变动	166	191	217	234	长期借款	0	0	0	0
经营活动现金流	429	477	534	595	其它长期负债	46	46	46	46
资产	-38	-52	-59	-70	非流动负债合计	46	46	46	46
投资	0	0	-2	-2	负债总计	3371	3975	4265	5005
其他	5	3	13	18	实收资本	418	418	418	418
投资活动现金流	-34	-50	-48	-53	归属于母公司所有者权益	1502	1657	1865	2111
债权募资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
股权募资	0	0	0	0	负债和所有者权益合计	4873	5632	6130	7115
其他	-58	-60	-60	-70					
融资活动现金流	-58	-60	-60	-70					
现金净流量	331	368	426	471					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 24 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

张欣劼 建筑工程行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 中国核建,四川路桥,中材国际,中国铁建,中粮科工,中国建筑,中国中铁,中国建筑兴业,中国能建,中国电建,深城交,苏文电能,志特新材,中国交建,华设集团,华阳国际,中国化学,江河集团,鸿路钢构,上海港湾

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,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。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。