

投资评级 优于大市 维持

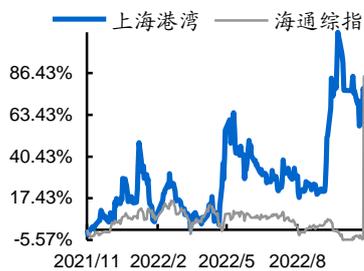
Q3 净利润高增长，一带一路充分受益

股票数据

11月01日收盘价(元)	22.68
52周股价波动(元)	13.30-30.80
总股本/流通A股(百万股)	173/53
总市值/流通市值(百万元)	3754/1144

相关研究

 《国际软地基处理龙头，技术实力领先》
 2022.09.13

市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-11.3	29.4	21.7
相对涨幅(%)	-3.5	43.3	37.6

资料来源：海通证券研究所

分析师:张欣劼

Tel:18515295560

Email:zxj12156@htsec.com

证书:S0850518020001

联系人:曹有成

Tel:18901961523

Email:cyc13555@htsec.com

联系人:郭好格

Tel:13718567611

Email:ghg14711@htsec.com

投资要点:

- 事件:** 公司 2022 年前三季度实现营收 5.93 亿元, 同增 0.80%; 归母净利润 1.38 亿元, 同增 106.08%; 扣非归母净利润 1.33 亿元, 同增 101.39%, 点评如下:
- Q3 单季度归母净利润高增长, 盈利水平上升。** 分季度看, 公司 2022Q1、Q2、Q3 单季度营收分别同比增长 35.58%、-24.51%、-2.67%; 归母净利润分别同比增长 154.68%、-13.50%、48.77%。单季度净利率分别为 43.22%、4.47%、13.87%。第三季度盈利水平有所上升。
- 毛利率上升, 净利率上升, 收款好转导致经营现金流净流入增加。** 毛利率方面, 2022 年前三季度毛利率同增 13.27 个百分点至 42.13%。费用率方面, 期间费用率同减 0.1 个百分点至 16.45%, 其中销售费用率同增 0.36 个百分点至 1.29%; 管理费用率(含研发费用)同增 2.2 个百分点至 17.56%; 财务费用率同减 2.67 个百分点至 -2.40%。公司 2022 年前三季度净利率同增 11.89 个百分点至 23.27%。
 现金流方面, 经营现金流净流入 1.62 亿元, 流入增加 1.03 亿元。其中, 付现比上升 3.67 个百分点至 110.99%; 收现比上升 5.15 个百分点至 115.62%。
- “一带一路”推动岩土工程行业大发展, 公司技术实力具备优势。** 公司主要业务布局东南亚、中东、南亚、拉美等地区, 随着“一带一路”倡议的带动, 共建“一带一路”为我国岩土工程企业提供了新的发展空间和历史机遇, 国家积极支持对外承包工程行业的发展, 沿线国家将形成不少基础设施开发的机遇。公司的核心竞争力主要为: (1) 在各地区设立子公司下沉拓展, 不依附于其他大型企开拓当地市场; (2) 服务内容以技术为支撑, 并非单纯的施工企业, 对比海外部分龙头(如梅纳、凯勒、宝峨等)公司在技术方案上具备优势; (3) 拥有专利技术及方案设计, 公司能够提供定制化的项目方案, 该业务需要长期的技术储备以及数据沉淀。
- 盈利预测与评级。** 公司为一体化跨国经营岩土工程综合服务提供商, 地基处理技术实力雄厚。我们预计公司 22-23 年 EPS 分别为 1.17 元和 1.47 元, 给予 22 年 20-22 倍市盈率, 合理价值区间 23.40-25.74 元, 给予“优于大市”评级。
- 风险提示。** 回款风险, 政策风险, 经济下滑风险。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	792	735	935	1154	1399
(+/-)YoY(%)	-21.2%	-7.3%	27.2%	23.5%	21.2%
净利润(百万元)	108	61	203	254	311
(+/-)YoY(%)	-25.5%	-43.4%	230.6%	25.3%	22.5%
全面摊薄 EPS(元)	0.63	0.36	1.17	1.47	1.80
毛利率(%)	33.3%	30.2%	42.3%	39.4%	39.7%
净资产收益率(%)	12.8%	4.4%	12.6%	13.6%	14.3%

 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
600970.SH	中材国际	193.71	0.82	0.92	1.11	14.01	9.13	7.55
002051.SZ	中工国际	95.03	0.23	0.32	0.37	31.33	24.34	20.93
均值			0.53	0.62	0.74	22.67	16.74	14.24

注：收盘价为 2022 年 10 月 31 日价格，EPS 为 wind 一致预期。原可比公司中钢国际暂无 Wind 一致预期，所以更换为中材国际。

资料来源：Wind，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	735	935	1154	1399
每股收益	0.36	1.17	1.47	1.80	营业成本	512	540	699	844
每股净资产	8.13	9.31	10.78	12.58	毛利率%	30.2%	42.3%	39.4%	39.7%
每股经营现金流	0.45	1.16	1.01	1.57	营业税金及附加	1	1	2	2
每股股利	0.04	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
价值评估 (倍)					营业费用	6	7	8	9
P/E	61.20	18.51	14.77	12.06	营业费用率%	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%
P/B	2.67	2.34	2.02	1.73	管理费用	114	126	127	154
P/S	5.11	4.02	3.25	2.68	管理费用率%	15.6%	13.5%	11.0%	11.0%
EV/EBITDA	15.77	9.92	8.05	6.20	EBIT	90	252	304	372
股息率%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	2	-11	-14	-17
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.3%	-1.2%	-1.2%	-1.2%
毛利率	30.2%	42.3%	39.4%	39.7%	资产减值损失	-3	-2	-2	-2
净利润率	8.4%	21.7%	22.0%	22.3%	投资收益	1	1	1	1
净资产收益率	4.4%	12.6%	13.6%	14.3%	营业利润	86	253	317	388
资产回报率	3.7%	10.5%	11.2%	11.7%	营业外收支	1	1	1	2
投资回报率	4.5%	12.3%	12.9%	13.5%	利润总额	87	253	318	389
盈利增长 (%)					EBITDA	136	303	358	428
营业收入增长率	-7.3%	27.2%	23.5%	21.2%	所得税	25	51	64	78
EBIT 增长率	-40.4%	179.8%	20.9%	22.4%	有效所得税率%	29.1%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润增长率	-43.4%	230.6%	25.3%	22.5%	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	61	203	254	311
资产负债率	15.8%	17.1%	18.2%	18.0%	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动比率	5.84	5.44	5.16	5.30	货币资金	639	783	906	1130
速动比率	4.65	4.42	4.03	4.24	应收账款及应收票据	325	416	500	616
现金比率	2.71	2.60	2.37	2.54	存货	71	38	102	68
经营效率指标					其它流动资产	341	402	467	542
应收账款周转天数	164.64	140.00	140.00	140.00	流动资产合计	1377	1639	1975	2355
存货周转天数	37.07	37.07	37.07	37.07	长期股权投资	0	0	0	0
总资产周转率	0.52	0.52	0.55	0.57	固定资产	232	239	238	230
固定资产周转率	3.25	3.96	4.84	5.97	在建工程	0	1	1	2
					无形资产	1	1	1	2
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	非流动资产合计	290	300	301	295
净利润	61	203	254	311	资产总计	1667	1938	2276	2651
少数股东损益	0	0	0	0	短期借款	0	0	0	0
非现金支出	49	57	56	59	应付票据及应付账款	177	233	298	343
非经营收益	5	-1	-1	-2	预收账款	0	0	0	0
营运资金变动	-37	-59	-135	-97	其它流动负债	59	68	84	101
经营活动现金流	78	200	174	271	流动负债合计	236	301	383	444
资产	-73	-41	-36	-30	长期借款	1	1	2	2
投资	-122	-16	-16	-16	其它长期负债	27	29	31	32
其他	1	0	0	0	非流动负债合计	27	30	32	34
投资活动现金流	-195	-58	-52	-46	负债总计	263	331	415	478
债权募资	-18	3	3	2	实收资本	173	173	173	173
股权募资	552	0	0	0	归属于母公司所有者权益	1405	1607	1861	2173
其他	-32	-1	-1	-2	少数股东权益	0	0	0	0
融资活动现金流	501	1	1	0	负债和所有者权益合计	1667	1938	2276	2651
现金净流量	375	144	123	225					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 31 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,广咨国际,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,中设咨询,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。