

## 利润大幅下滑, 期待23年业绩改善

### 投资要点

- **事件:** 公司发布2022年年报, 全年实现营业收入2860.4亿元, 同比上升1.8%, 实现归属股东净利润13.6亿元, 同比降低64.0%, 摊薄EPS 0.15元。
- **净利润承压, 黄金销售业务表现亮眼。** 公司全年实现营业收入2860.4亿元, 同比上升1.8%, 实现归属股东净利润13.6亿元, 同比降低64.0%。净利润同比下降较多主要系: 公司受不可抗力因素影响, 建筑施工业务毛利率下滑; 房地产行业景气度低迷及调控政策影响, 房产开发业务结转毛利率下降; 部分存货进行了较大额的减值计提; 在手金融资产公允价值下跌所致。分业务看, 公司施工业务实现营收2469.9亿元, 同比+3.7%; 设计咨询业务实现营收53.1亿元, 同比+1.4%; 建材工业实现营收134.9亿元, 同比-19.0%; 地产业务实现营收132.9亿元, 同比-4.1%; 城建投资业务实现营收17.1亿元, 同比+31.88%; 黄金销售业务实现营收10.7亿元, 同比+80.6%。公司投资的厄立特里亚国扎拉矿业公司金矿开采量较上年显著增加, 黄金销售业务营收同比大幅上升, 预计该金矿将持续为公司贡献利润。
- **成本波动大, 毛利率小幅下降。** 2022年公司实现毛利润258.7亿元, 销售毛利率9.0%, 相比-0.4pp, 销售净利率0.59%, 同比-0.9pp。毛利率下降主要系建筑材料供应、物流运输受到了诸多不可抗力因素影响, 原材料、物资、人工经历了阶段性大幅异常波动, 主营业务成本增长较快, 影响了建筑施工业务的毛利率。分业务看, 建筑施工、设计咨询、建材工业、房产开发、城建投资业务毛利率分别7.5%、32.3%、13.0%、5.6%、85.0%, 同比分别-0.7pp、+0.5pp、+3.8pp、-1.7pp、-10.5pp。销售期间费用率7.3%, 同比略增。因工程款收入下降, 经营活动产生的现金流量净额89.6亿元, 同比-13.6%。
- **订单承接良好, 23年经营有望改善。** 2022年公司新签合同额4516.9亿元, 同比+2.1%, 其中建筑施工、建材工业、设计咨询、房产开发和城市建设新签合同额分别为: 3682.2亿元、273.8亿元、29.8亿元、160.4亿元、0.4亿元, 同比+4.4%、+13.0%、-2.4%、-0.6%、-99.7%。建筑施工新签合同中, 政府投资项目占比达到29%, 同比+11pp, 国企投资项目占比55%, 两者合计比例达84%, 经营格局较好。截至2022年年末, 公司在手订单总金额4547.8亿元, 其中, 已签订合同但尚未开工项目金额551.8亿元, 在建项目中未完工部分金额3996亿元。

2023年, 上海市共安排市级重大工程正式项目191项, 年度计划投资2150亿元, 其中计划年内新开工项目15项, 建成项目26项, 安排预备项目48项。公司在上海市内承接项目具有绝对竞争优势, 或将受益所规划的重大工程投资建设提供的机遇。此外, 2022年受疫情影响, 公司业绩大幅受挫, 目前经营基本面已恢复, 期待2023年业绩表现。

- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2023-2025年EPS分别为0.31元、0.41元、0.49元, 对应PE分别为9、7、6倍。同行业可比公司2023年平均估值12倍, 给予公司2023年12倍PE, 对应目标价3.72元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济下行风险、房地产政策变化风险、基建投资不及预期风险、海外地缘政治及金属价格波动风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(亿元)	2860.37	3338.54	3824.40	4382.11
增长率	1.77%	16.72%	14.55%	14.58%
归属母公司净利润(亿元)	13.56	28.02	36.75	43.92
增长率	-64.03%	106.68%	31.17%	19.50%
每股收益EPS(元)	0.15	0.31	0.41	0.49
净资产收益率ROE	3.29%	7.94%	9.59%	10.48%
PE	19	9	7	6
PB	0.63	0.79	0.72	0.66

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 颜阳春  
执业证号: S1250517090004  
电话: 021-58351883  
邮箱: yyc@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	89.04
流通A股(亿股)	89.04
52周内股价区间(元)	2.53-3.25
总市值(亿元)	254.67
总资产(亿元)	3,537.66
每股净资产(元)	3.42

### 相关研究

1. 上海建工(600170): 经营基本面转好, 静待业绩修复 (2022-09-02)

## 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1：2022 年公司在手订单充裕，目前经营基本面已恢复，我们认为建筑施工主业将恢复增长，预计 2023-2025 年建筑施工业务规模增速 20.0%、15.0%、15.0%，毛利率 8.2%、8.5%、8.5%；

假设 2：22 年公司设计咨询业务新签订单保持稳健，预计该业务 2023-2025 年每年规模增速为 3.0%、3.0%、3.0%，毛利率 32.0%、33%、33%；

假设 3：房地产销售业务受国家宏观调控政策影响，2022 年销售毛利率下滑明显，但订单增速稳健，收入有望保持一定成长性，我们推测地产业务 2023-2025 年销售增速为 15%、15%、15%，毛利率为 7%、7.5%、8%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2022A	2023E	2024E	2025E
建筑施工	收入	2469.9	2963.84	3408.42	3919.68
	增速	3.70%	20.0%	15.0%	15.0%
	成本	2,284.6	2720.8	3118.7	3586.5
	毛利率	7.5%	8.2%	8.5%	8.5%
设计咨询	收入	53.1	54.7	56.4	58.0
	增速	1.4%	3.0%	3.0%	3.0%
	成本	36.0	37.2	37.8	38.9
	毛利率	32.3%	32.0%	33.0%	33.0%
房地产销售	收入	132.9	152.8	175.8	202.1
	增速	-4.1%	15.0%	15.0%	15.0%
	成本	125.5	142.1	162.6	186.0
	毛利率	5.6%	7.0%	7.5%	8.0%
城建投资	收入	17.1	18.8	20.7	22.7
	增速	31.8%	10.0%	10.0%	10.0%
	成本	2.6	0.8	0.9	1.0
	毛利率	85.0%	95.5%	95.5%	95.5%
建筑用金属制品业	收入	134.9	148.4	163.2	179.5
	增速	-19.0%	10.0%	10.0%	10.0%
	成本	117.3	129.1	142.0	156.2
	毛利率	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
黄金销售	收入	10.7	16.0	20.8	27.0
	增速	80.7%	50.0%	30.0%	30.0%
	成本	5.3	8.0	10.4	13.5
	毛利率	50.8%	50.0%	50.0%	50.0%

单位：亿元		2022A	2023E	2024E	2025E
合计	收入	2860.4	3338.5	3824.4	4382.1
	增速	1.8%	16.7%	14.6%	14.6%
	成本	2601.7	3038.1	3472.4	3982.1
	毛利率	9.0%	9.0%	9.2%	9.1%

数据来源：Wind，西南证券

同行业可比公司 2023 年平均估值 12 倍，根据可比公司估值，给予公司 2023 年 12 倍 PE，对应目标价 3.72 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

代码	证券简称	股价 (2023/4/17)	EPS			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
601669.SH	中国电建	7.84	0.73	0.86	—	10.62	9.04	—
000928.SZ	中钢国际	8.99	0.61	0.70	—	14.27	12.38	—
平均值						12.45	10.71	—

数据来源：wind，西南证券整理

## 风险提示

宏观经济下行风险、房地产政策变化风险、基建投资不及预期风险、海外地缘政治及金属价格波动风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (亿元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2860.37	3338.54	3824.40	4382.11	净利润	16.80	34.72	45.55	54.43
营业成本	2601.68	3038.08	3472.36	3982.08	折旧与摊销	26.10	15.56	15.56	15.56
营业税金及附加	11.97	13.80	15.87	18.16	财务费用	27.25	25.00	25.00	25.00
销售费用	7.92	9.60	10.79	12.48	资产减值损失	-8.38	-11.00	-15.00	-15.00
研发管理费用	172.25	201.11	230.36	263.96	经营营运资本变动	56.23	265.22	68.97	94.41
财务费用	27.25	25.00	25.00	25.00	其他	-28.43	18.74	23.79	28.42
资产减值损失	-8.38	-11.00	-15.00	-15.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>89.58</b>	<b>348.25</b>	<b>163.87</b>	<b>202.83</b>
投资收益	10.30	6.95	8.00	9.10	资本支出	-0.13	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-8.77	-4.55	-5.96	-5.49	其他	-15.08	-80.51	-86.65	-84.71
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-15.22</b>	<b>-80.51</b>	<b>-86.65</b>	<b>-84.71</b>
<b>营业利润</b>	<b>18.31</b>	<b>42.35</b>	<b>57.06</b>	<b>69.03</b>	短期借款	13.85	-99.88	0.00	0.00
其他非经营损益	4.40	4.59	4.51	4.54	长期借款	64.36	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>22.71</b>	<b>46.94</b>	<b>61.57</b>	<b>73.57</b>	股权融资	-0.91	0.00	0.00	0.00
所得税	5.91	12.22	16.02	19.15	支付股利	-12.88	-4.11	-8.08	-10.25
净利润	16.80	34.72	45.55	54.43	其他	-101.80	-132.63	-12.73	-15.85
少数股东损益	3.24	6.70	8.79	10.51	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-37.39</b>	<b>-236.63</b>	<b>-20.80</b>	<b>-26.10</b>
归属母公司股东净利润	13.56	28.02	36.75	43.92	<b>现金流量净额</b>	<b>37.89</b>	<b>31.10</b>	<b>56.41</b>	<b>92.02</b>
资产负债表 (亿元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	886.45	917.55	973.96	1065.97	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	733.16	822.20	947.34	1090.15	销售收入增长率	1.77%	16.72%	14.55%	14.58%
存货	648.49	751.27	863.51	989.57	营业利润增长率	-61.84%	131.26%	34.75%	20.97%
其他流动资产	553.87	77.71	84.85	92.62	净利润增长率	-58.50%	106.68%	31.17%	19.50%
长期股权投资	84.76	84.76	84.76	84.76	EBITDA 增长率	-27.92%	15.69%	17.75%	12.26%
投资性房地产	43.67	43.67	43.67	43.67	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	97.49	87.64	77.79	67.94	毛利率	9.04%	9.00%	9.21%	9.13%
无形资产和开发支出	44.34	39.13	33.91	28.69	三费率	7.25%	7.06%	6.96%	6.88%
其他非流动资产	575.81	662.93	750.06	837.18	净利率	0.59%	1.04%	1.19%	1.24%
<b>资产总计</b>	<b>3668.04</b>	<b>3486.86</b>	<b>3859.85</b>	<b>4300.56</b>	ROE	3.29%	7.94%	9.59%	10.48%
短期借款	99.88	0.00	0.00	0.00	ROA	0.46%	1.00%	1.18%	1.27%
应付和预收款项	1768.46	2030.98	2320.98	2669.34	ROIC	81.12%	-50.39%	-25.06%	-23.15%
长期借款	566.13	566.13	566.13	566.13	EBITDA/销售收入	2.51%	2.48%	2.55%	2.50%
其他负债	722.76	452.26	497.78	545.94	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>3157.24</b>	<b>3049.37</b>	<b>3384.89</b>	<b>3781.41</b>	总资产周转率	0.79	0.93	1.04	1.07
股本	89.04	89.04	89.04	89.04	固定资产周转率	33.55	40.80	53.13	70.53
资本公积	27.91	27.91	27.91	27.91	应收账款周转率	4.34	4.53	4.59	4.55
留存收益	184.32	208.22	236.90	270.57	存货周转率	3.83	4.32	4.28	4.29
归属母公司股东权益	404.55	324.54	353.22	386.89	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	94.11%	—	—	—
少数股东权益	106.25	112.95	121.74	132.25	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>510.80</b>	<b>437.50</b>	<b>474.96</b>	<b>519.14</b>	资产负债率	86.07%	87.45%	87.69%	87.93%
负债和股东权益合计	3668.04	3486.86	3859.85	4300.56	带息债务/总负债	23.05%	20.59%	18.55%	16.60%
					流动比率	1.14	1.08	1.06	1.04
					速动比率	0.87	0.76	0.74	0.72
					股利支付率	95.04%	14.69%	21.98%	23.33%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.15	0.31	0.41	0.49
					每股净资产	4.54	3.64	3.97	4.34
					每股经营现金	1.01	3.91	1.84	2.28
					每股股利	0.14	0.05	0.09	0.12
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	71.67	82.91	97.63	109.59					
PE	18.85	9.12	6.95	5.82					
PB	0.63	0.79	0.72	0.66					
PS	0.09	0.08	0.07	0.06					
EV/EBITDA	-7.04	-8.75	-8.77	-9.37					
股息率	5.04%	1.61%	3.16%	4.01%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn