

Q2 毛利率同比提升，现金流显著改善

华泰研究

2022年8月31日 | 中国内地

中报点评

建筑施工

投资评级(维持):

增持

目标价(人民币):

7.57

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

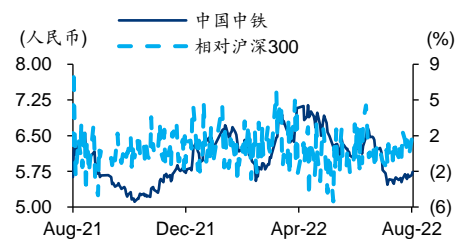
点击查阅华泰证券研究团队介绍和观点



基本数据

目标价(人民币)	7.57
收盘价(人民币 截至8月30日)	5.74
市值(人民币百万)	142,017
6个月平均日成交额(人民币百万)	723.04
52周价格范围(人民币)	5.11-7.14
BVPS(人民币)	11.49

股价走势图



资料来源: Wind

22H1 扣非归母净利同比+17.1%，维持“增持”评级

8月30日公司发布半年报，22H1 实现营业收入/归母净利/扣非归母净利 5594/151/138 亿，同比+12.7%/+15.5%/+17.1%，归母净利低于我们预期(157.5 亿)，主要系房地产业务毛利率下滑较多，导致利润率恢复低于预期所致。22Q2 实现营业收入/归母净利/扣非归母 2929/75/65 亿，同比+12.5%/+14.0%/+18.2%，存在一定低基数效应，21Q2-22Q2 两期复合增速分别 6.4%/-3.6%/-4.1%。我们维持公司 22-24 年归母净利预测 312/351/394 亿。可比公司 22 年 Wind 一致预期均值 6.7xPE，考虑公司业务结构相对传统，利润增长弹性或低于可比公司，给予 22 年 6xPE，下调目标价至 7.57 元(前值为 8.83 元)，维持“增持”评级。

工程主业毛利率提升，房地产收入大幅增长毛利率下滑较多

22H1 基建/勘察设计与咨询/工程设备与零部件制造/房地产开发分别实现营业收入 4837/87/128/234 亿，同比+9.2%/+17.8%/+7.0%/+69.1%；毛利率分别 7.7%/27.8%/19.8%/14.4%，同比+0.35/+1.04/+0.06/-15.3pct。基建业务结构优化，其中公路/市政及其他增速较快带动毛利率提升；地产加快交房，收入大幅增长，但毛利率下滑较多拖累 22H1 综合毛利率同比-0.05pct 至 9.1%，22Q2 综合毛利率 9.0%，同/环比+0.4/-0.3pct。分地区看，境内、外收入分别为 5329/277 亿，同比+12.6%/+10.4%，毛利率同比-0.17/+2.07pct。

Q2 付现比大幅降低，经营性现金流显著改善

21H1 公司期间费用率 4.4%，同比-0.3pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.48%/2.05%/1.60%/0.26%，同比+0.01/-0.24/+0.13/-0.18pct，财务费用同比减少 7.5 亿，主要系利息收入增加 15.5 亿。22H1 扣非归母净利率 2.5%，同比+0.1 pct，22Q2 为 2.2%，同/环比+0.1/-0.5pct。22H1 经营性现金净额-377 亿，同比少流出 212 亿，主要系下游占款情况优于回款情况，22H1 收/付现比 95%/101%，同比-7.1/-8.9pct，22Q2 经营性现金流净额 117 亿，同比多流入 407 亿，Q2 收/付现比同比-8.2/16.8pct 至 89%/86%。

22H1 新签订单同比+17.2%，水利水电等新领域开拓表现出色

22H1 新签合同 1.2 万亿，同比+17.2%，其中基建新签订单同比+20.0%：传统市场，铁路/公路/市政同比-17.1%/+28.4%/+16.7%；“第二曲线”市场，水利水电、机场工程提升显著，上半年完成新签超过 2000 亿，其中水利水电同比+820%。分地区看，22H1 境内新签 1.1 万亿，同比+14.1%；境外新签 798 亿，同比+90.7%，延续 Q1 较高增长。公司在手订单充沛，截至 22H1 末，未完合同额 5.1 万亿元，约为 21 年营收的 4.8 倍。

风险提示：基建投资增速放缓，地产恢复低于预期，毛利率提升不及预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(人民币百万)	974,749	1,073,272	1,196,335	1,321,598	1,451,264
+/-%	14.56	10.11	11.47	10.47	9.81
归属母公司净利润(人民币百万)	25,188	27,618	31,213	35,128	39,357
+/-%	6.38	9.65	13.02	12.54	12.04
EPS(人民币，最新摊薄)	1.02	1.12	1.26	1.42	1.59
ROE(%)	10.57	10.41	10.81	11.09	11.33
PE(倍)	5.64	5.14	4.55	4.04	3.61
PB(倍)	0.56	0.52	0.47	0.43	0.39
EV EBITDA(倍)	5.75	8.59	5.71	5.03	4.53

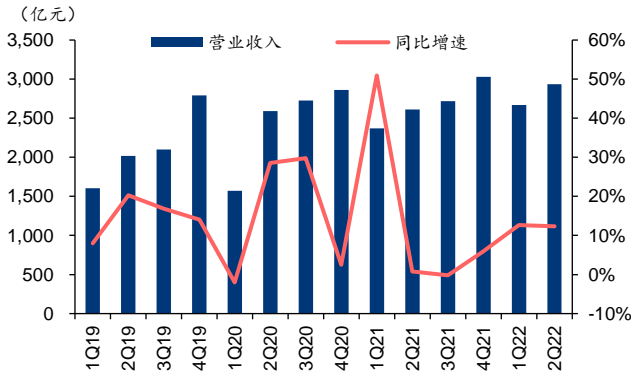
资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表1: 可比公司估值表 (2021/8/30)

公司名称	代码	股价	市值 (亿元)	每股收益				P/E			
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
中国交建	601800 CH	8.01	1,084	1.11	1.28	1.45	1.59	7.20	6.24	5.54	5.05
中国铁建	601186 CH	7.37	929	1.82	2.05	2.30	2.58	4.05	3.59	3.20	2.86
中国中冶	601618 CH	3.21	611	0.40	0.47	0.54	0.63	7.94	6.76	5.93	5.13
中国电建	601669 CH	7.83	1,186	0.57	0.72	0.83	0.97	13.74	10.92	9.45	8.09
上海建工	600170 CH	2.74	244	0.42	0.47	0.53	0.59	6.47	5.81	5.20	4.65
平均值								7.88	6.66	5.86	5.16
中国中铁	601390 CH	5.74	1,343	1.12	1.26	1.42	1.59	5.14	4.55	4.04	3.61

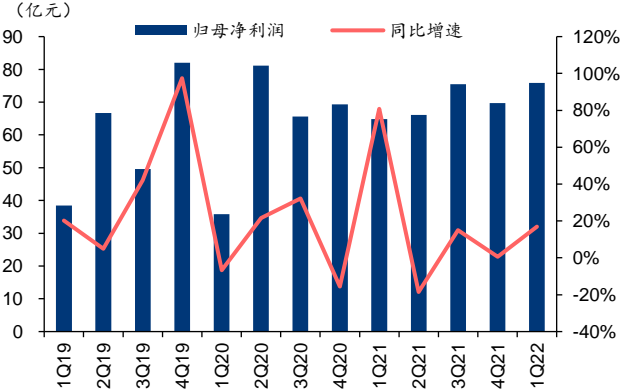
注: 除中国中铁外, 盈利预测均来自 Wind 一致预期
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰研究预测

图表2: 单季度营业收入及同比增速



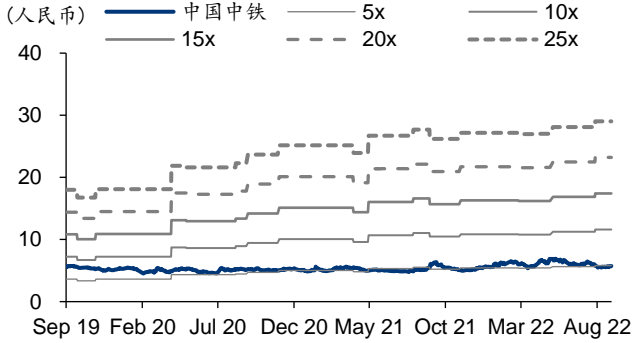
资料来源: Wind, 华泰研究

图表3: 单季度归母净利润及同比增速



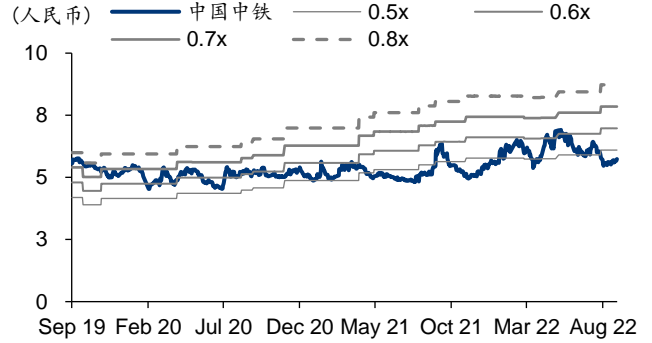
资料来源: Wind, 华泰研究

图表4: 中国中铁 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表5: 中国中铁 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)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	741,787	800,788	874,860	937,326	987,973
现金	174,768	178,913	211,999	226,770	228,286
应收账款	107,877	122,120	130,831	141,322	151,347
其他应收账款	31,666	32,549	39,029	40,044	46,787
预付账款	30,290	47,765	46,840	52,078	55,243
存货	192,662	203,446	223,197	239,265	256,730
其他流动资产	204,524	215,995	222,965	237,846	249,580
非流动资产	458,335	560,938	579,047	617,508	647,638
长期投资	78,497	96,160	116,879	137,460	158,315
固定投资	65,440	67,493	69,502	69,267	67,622
无形资产	77,620	125,625	136,461	150,077	165,008
其他非流动资产	236,777	271,660	256,206	260,703	256,693
资产总计	1,200,122	1,361,726	1,453,907	1,554,834	1,635,612
流动负债	705,144	787,860	838,133	910,744	966,279
短期借款	52,702	52,843	63,114	60,728	57,347
应付账款	307,212	320,603	353,070	378,037	405,785
其他流动负债	345,231	414,414	421,949	471,979	503,147
非流动负债	181,784	215,523	227,205	222,891	211,574
长期借款	119,970	161,579	169,263	166,948	154,632
其他非流动负债	61,813	53,944	57,942	55,943	56,942
负债合计	886,928	1,003,384	1,065,338	1,133,634	1,177,854
少数股东权益	57,849	83,072	86,295	89,922	93,987
股本	24,571	24,571	24,742	24,742	24,742
资本公积	55,425	55,578	56,014	56,014	56,014
留存公积	126,710	147,492	175,923	207,921	243,771
归属母公司股东权益	255,345	275,271	302,274	331,277	363,771
负债和股东权益	1,200,122	1,361,726	1,453,907	1,554,834	1,635,612

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金	30,994	13,069	50,303	69,401	57,647
净利润	27,249	30,470	34,436	38,756	43,422
折旧摊销	9,795	0.00	11,291	12,447	13,498
财务费用	5,092	3,804	5,397	5,251	5,214
投资损失	(798.36)	(631.29)	(3,452)	(3,716)	(3,540)
营运资金变动	3,717	(29,943)	7,511	21,266	4,140
其他经营现金	(14,061)	9,369	(4,880)	(4,604)	(5,086)
投资活动现金	(63,143)	(77,458)	(25,255)	(46,552)	(39,356)
资本支出	(43,291)	(55,974)	(20,772)	(23,926)	(25,618)
长期投资	(22,675)	(28,589)	(20,719)	(20,581)	(20,856)
其他投资现金	2,823	7,104	16,236	(2,045)	7,117
筹资活动现金	40,203	67,365	8,037	(8,077)	(16,775)
短期借款	(21,553)	141.38	10,271	(2,385)	(3,382)
长期借款	44,922	41,609	7,684	(2,316)	(12,316)
普通股增加	0.00	0.00	170.72	0.00	0.00
资本公积增加	(31.31)	153.62	435.35	0.00	0.00
其他筹资现金	16,865	25,461	(10,523)	(3,376)	(1,077)
现金净增加额	7,278	2,652	33,086	14,771	1,516

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)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	974,749	1,073,272	1,196,335	1,321,598	1,451,264
营业成本	874,773	963,406	1,075,948	1,188,463	1,304,414
营业税金及附加	5,724	5,930	6,610	7,302	8,019
营业费用	5,020	5,948	6,460	7,004	7,692
管理费用	22,587	24,286	27,516	30,132	32,653
财务费用	5,092	3,804	5,397	5,251	5,214
资产减值损失	(5,758)	(3,716)	(4,187)	(4,626)	(4,354)
公允价值变动收益	217.80	(514.53)	150.00	120.00	236.13
投资净收益	798.36	631.29	3,452	3,716	3,540
营业利润	33,578	38,782	42,616	48,041	53,796
营业外收入	799.45	786.50	767.98	752.24	752.24
营业外支出	994.08	1,982	904.42	984.91	984.91
利润总额	33,383	37,586	42,480	47,808	53,563
所得税	6,134	7,117	8,043	9,052	10,142
净利润	27,249	30,470	34,436	38,756	43,422
少数股东损益	2,062	2,852	3,223	3,628	4,064
归属母公司净利润	25,188	27,618	31,213	35,128	39,357
EBITDA	46,849	39,934	57,971	64,185	70,824
EPS (人民币, 基本)	0.96	1.04	1.26	1.42	1.59

主要财务比率

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	14.56	10.11	11.47	10.47	9.81
营业利润	5.32	15.50	9.89	12.73	11.98
归属母公司净利润	6.38	9.65	13.02	12.54	12.04
获利能力 (%)					
毛利率	10.26	10.24	10.06	10.07	10.12
净利率	2.80	2.84	2.88	2.93	2.99
ROE	10.57	10.41	10.81	11.09	11.33
ROIC	25.82	27.75	28.43	35.77	36.00
偿债能力					
资产负债率 (%)	73.90	73.68	73.27	72.91	72.01
净负债比率 (%)	26.25	37.05	30.19	25.13	21.76
流动比率	1.05	1.02	1.04	1.03	1.02
速动比率	0.64	0.63	0.66	0.65	0.65
营运能力					
总资产周转率	0.86	0.84	0.85	0.88	0.91
应收账款周转率	9.21	9.33	9.46	9.71	9.92
应付账款周转率	2.94	3.07	3.19	3.25	3.33
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	1.02	1.12	1.26	1.42	1.59
每股经营现金流(最新摊薄)	1.25	0.53	2.03	2.81	2.33
每股净资产(最新摊薄)	10.32	11.13	12.22	13.39	14.70
估值比率					
PE (倍)	5.64	5.14	4.55	4.04	3.61
PB (倍)	0.56	0.52	0.47	0.43	0.39
EV EBITDA (倍)	5.75	8.59	5.71	5.03	4.53

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。
- 中国中铁（601390 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 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 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。
- 中国中铁（601390 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担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 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

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

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2022年华泰证券股份有限公司