

经营基本面转好，静待业绩修复

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年中报, 上半年实现营业收入 991.9 亿元, 同比降低 26.6%, 实现归属股东净利润-9.6 亿元, 同比降低 170.1%, EPS -0.12 元。
- **提质增效, 经营基本面恢复。** 公司上半年实现营业收入 991.9 亿元, 同比-26.6%, 实现归属股东净利润-9.6 亿元, 同比-170.1%, 上海爆发严重新冠疫情, 对公司生产经营影响较大。分业务看, 建筑施工业务实现营收 834.6 亿元, 同比-28.5%, 收入达到上年同期的 71%, 完成施工产值 1129 亿元, 其中 6 月份完成 197 亿元, 恢复到正常水平的 90%; 房产开发业务实现营收 54.9 亿元, 同比+158.8%, 主要系房地产业务加快项目去化, 收回资金; 建材工业实现营收 52.2 亿元, 同比-34.0%; 设计咨询实现营收 14.7 亿元, 同比-39.7%; 城市建设投资业务实现营收 6.5 亿元, 同比+6.8%; 黄金销售业务实现营收 5.2 亿元, 同比+82.1%, 主要系上半年公司把握国际金价高位, 加快金矿开采销售, 黄金销量 4.5 万盎司, 比去年增加 2.1 万盎司。
- **期间费用拖累净利率, 现金流承压。** 上半年公司实现毛利率 7.7%, 同比-0.6pp; 净利率-0.6%, 同比-1.7pp。其中, 建筑施工业务毛利率 5.6%, 同比-1.5pp; 房产开发业务毛利率 12.6%, 同比+0.8pp; 建材工业毛利率 8.8%, 同比-0.2pp; 设计咨询业务毛利率 26.9%, 同比-0.7pp; 城建投资业务毛利率 93.9%, 同比-2.0pp; 黄金销售业务毛利率 51.8%, 同比-6.1pp。销售期间费用率 7.4%, 同比+0.8pp, 主要系财务费用率和管理费用率同比均+0.4pp。计提资产减值损失 0.4 亿元, 信用减值损失转回 2.5 亿元, 增厚部分利润。经营活动产生的净现金流-206.8 亿元, 同比-3.2%; 收现比 114.7%, 付现比 121.8%, 现金流承压。
- **新兴业务订单增长强势, 二季度新签订单量下滑幅度大。** 上半年公司新签订单 1634.3 亿元, 同比-22.9%, 二季度单季新签订单金额 628.0 亿元, 同比-45.7%。上半年建筑施工业务新签订单金额 1319.2 亿元, 同比-19.5%; 设计咨询业务新签订单金额 94.0 亿元, 同比-11.1%; 建材工业新签订单金额 136.9 亿元, 同比+20.6%; 房产开发业务新签订单金额 46.7 亿元, 同比-18.1%; 城建投资业务新签订单金额 2.1 亿元, 同比-98.6%; 六大新兴业务上半年新签合同额 358 亿元, 同比增长 14%, 占到集团上半年新签合同总量的 23%, 同比+8%, 显示出强劲的增长势头。
- **上海市占率领先, 看好疫情后业绩修复。** 公司是上海主要的城市建设者, 参与 50% 以上市重大工程, 施工业务上海市内新签订单占比维持 60% 左右。2022 年 5 月 29 日, 上海发布《上海市加快经济恢复和重振行动方案》, 推出 50 项重振经济措施, 全力助企纾困, 推进复工复产, 稳外贸、促消费投资, 加快经济恢复和重振。5 月份下旬开始, 公司加压奋进, 全力推进复工复产, 目前, 集团在上海的复工复产项目已全部复产, 在上海市场的商品混凝土日产量已达到上年同期水平, 企业经营基本面恢复, 看好疫情后业绩修复。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 28.8 亿元、43.3 亿元、49.8 亿元, 对应 PE 分别为 8、6、5 倍。公司具有行业高等级资质的建筑地方龙头, 订单承接能力强, 基本面良好, 看好疫情后业绩恢复, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济下行风险、订单回暖不及预期风险、基建投资不及预期风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (亿元)	2810.6	2904.7	3525.0	4283.1
增长率	21.5%	3.4%	21.4%	21.5%
归属母公司净利润 (亿元)	37.7	28.8	43.3	49.8
增长率	12.5%	-23.5%	50.1%	15.2%
每股收益 EPS (元)	0.42	0.32	0.49	0.56
净资产收益率 ROE	7.9%	7.2%	9.9%	10.5%
PE	6	8	6	5
PB	0.6	0.7	0.7	0.6

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)	2.69-4.2
总市值(亿元)	241.31
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): 业绩亮眼, 推进全国、全产业、全生命周期战略 (2022-04-19)

关键假设：

假设 1：2022 年上半年建筑施工业务订单规模 1319.2 亿元，增速-19.5%，推测 2022 年全年该业务订单增速放缓至 5%，下半年随着疫情缓和，订单回暖，2023、2024 年订单增速恢复往年水平 23%，毛利率保持在 8.2%；

假设 2：2022 年上半年设计咨询业务订单增速-11.1%，预计 2022 年全年订单增速-10%，毛利率下降至 20%；2023、2024 年该业务订单维持较低增速 3.0%，毛利维持 30%；

假设 3：2022 年上半年房地产销售业务订单增速同比-18.1%，目前公司房地产业务加快项目去化，预计全年订单增速 15%，加快去库存预计使毛利率下降至 5%；受国家宏观调控政策影响，预计 2023、2024 年订单维持平稳增速 15%，毛利率维持在 10%；

假设 4：2022-2024 年，预计公司其他业务订单均保持稳定增速 10%，城建投资业务毛利率 95%、95%、95%，建材工业毛利率 8%、9.3%、9.3%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 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		2021A	2022E	2023E	2024E
建筑施工	收入	2381.7	2500.8	3076.0	3783.5
	增速	22.8%	5.0%	23.0%	23.0%
	成本	2186.1	2300.7	2829.9	3480.8
	毛利率	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%
设计咨询	收入	52.4	47.2	48.6	50.0
	增速	-3.0%	-10.0%	3.0%	3.0%
	成本	35.8	37.7	34.0	35.0
	毛利率	31.8%	20.0%	30.0%	30.0%
房地产销售	收入	138.5	159.3	183.2	210.7
	增速	119.5%	15.0%	15.0%	15.0%
	成本	128.5	151.3	164.9	189.6
	毛利率	7.3%	5.0%	10.0%	10.0%
城建投资	收入	12.9	14.2	15.7	17.2
	增速	-9.5%	10.0%	10.0%	10.0%
	成本	0.6	0.7	0.8	0.9
	毛利率	95.5%	95.0%	95.0%	95.0%
建材工业	收入	166.6	183.2	201.5	221.7
	增速	12.0%	10.0%	10.0%	10.0%
	成本	151.1	168.5	182.8	201.1
	毛利率	9.3%	8.0%	9.3%	9.3%
合计	收入	2810.6	2904.7	3525.0	4283.1
	增速	21.5%	3.4%	21.4%	21.5%
	成本	2545.6	2659.1	3212.4	3907.3
	毛利率	9.4%	8.5%	8.9%	8.8%

数据来源：Wind，西南证券

同行业可比公司 2022 年平均估值 9.6 倍，公司具有行业高等级资质的建筑地方龙头，订单承接能力强，基本面良好，看好疫情后业绩恢复，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

代码	证券简称	股价 (2022/8/31)	EPS			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
601668.SH	中国建筑	5.19	1.36	1.51	1.67	3.78	3.40	3.07
600284.SH	浦东建设	6.57	0.64	0.78	0.92	10.08	8.33	7.03
002062.SZ	宏润建设	5.98	0.40	0.48	0.56	14.88	12.56	10.62
平均值						9.58	8.10	6.91

数据来源：wind，西南证券整理

风险提示：

宏观经济下行风险、订单回暖不及预期风险、基建投资不及预期风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2810.55	2904.72	3524.96	4283.10	净利润	40.48	30.97	46.48	53.53
营业成本	2545.57	2659.07	3212.36	3907.35	折旧与摊销	26.55	13.41	13.41	13.41
营业税金及附加	11.32	11.19	13.79	16.67	财务费用	24.89	25.00	25.00	25.00
销售费用	8.39	8.81	10.60	12.93	资产减值损失	-10.70	-11.00	-15.00	-15.00
研发管理费用	169.43	207.11	234.76	286.97	经营营运资本变动	110.39	76.84	106.69	89.81
财务费用	24.89	25.00	25.00	25.00	其他	-87.93	-47.13	-35.48	-26.93
资产减值损失	-10.70	-11.00	-15.00	-15.00	经营活动现金流净额	103.68	88.09	141.10	139.82
投资收益	16.68	50.00	38.89	42.60	资本支出	-19.12	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	3.88	3.89	3.89	3.89	其他	1.00	-18.55	-44.84	-41.14
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-18.12	-18.55	-44.84	-41.14
营业利润	47.98	36.43	56.22	65.66	短期借款	-10.83	-86.04	0.00	0.00
其他非经营损益	4.85	3.99	4.43	4.20	长期借款	30.96	0.00	0.00	0.00
利润总额	52.83	40.42	60.66	69.86	股权融资	6.73	0.00	0.00	0.00
所得税	12.35	9.45	14.18	16.33	支付股利	-12.88	-11.79	-8.52	-12.22
净利润	40.48	30.97	46.48	53.53	其他	-43.48	-274.16	-25.00	-25.00
少数股东损益	2.79	2.14	3.21	3.69	筹资活动现金流净额	-29.50	-371.99	-33.52	-37.22
归属母公司股东净利润	37.69	28.83	43.27	49.83	现金流量净额	55.78	-302.45	62.74	61.47
资产负债表 (亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	841.53	539.07	601.81	663.28	成长能力				
应收和预付款项	694.22	710.88	867.65	1052.96	销售收入增长率	21.50%	3.35%	21.35%	21.51%
存货	697.48	733.44	895.77	1085.44	营业利润增长率	17.25%	-24.07%	54.32%	16.77%
其他流动资产	522.88	65.80	75.02	86.28	净利润增长率	25.63%	-23.49%	50.07%	15.17%
长期股权投资	59.12	59.12	59.12	59.12	EBITDA 增长率	18.13%	-24.73%	26.44%	9.97%
投资性房地产	49.43	49.43	49.43	49.43	获利能力				
固定资产和在建工程	96.51	87.45	78.40	69.34	毛利率	9.43%	8.46%	8.87%	8.77%
无形资产和开发支出	32.88	29.04	25.20	21.35	三费率	7.21%	8.29%	7.67%	7.59%
其他非流动资产	543.62	630.72	717.83	804.94	净利率	1.44%	1.07%	1.32%	1.25%
资产总计	3537.66	2904.96	3370.22	3892.15	ROE	7.85%	7.19%	9.91%	10.49%
短期借款	86.04	0.00	0.00	0.00	ROA	1.14%	1.07%	1.38%	1.38%
应付和预收款项	1642.69	1683.61	2072.76	2505.45	ROIC	57.81%	200.67%	-157.51%	-86.64%
长期借款	501.77	501.77	501.77	501.77	EBITDA/销售收入	3.54%	2.58%	2.68%	2.43%
其他负债	791.49	288.57	326.73	374.65	营运能力				
负债合计	3021.99	2473.96	2901.26	3381.88	总资产周转率	0.83	0.90	1.12	1.18
股本	89.04	89.04	89.04	89.04	固定资产周转率	34.11	36.67	50.24	70.09
资本公积	28.82	28.82	28.82	28.82	应收账款周转率	5.66	5.24	5.70	5.68
留存收益	188.54	205.58	240.33	277.95	存货周转率	3.56	3.66	3.92	3.93
归属母公司股东权益	409.62	322.81	357.56	395.18	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.34%	—	—	—
少数股东权益	106.05	108.19	111.40	115.09	资本结构				
股东权益合计	515.67	431.00	468.96	510.27	资产负债率	85.42%	85.16%	86.09%	86.89%
负债和股东权益合计	3537.66	2904.96	3370.22	3892.15	带息债务/总负债	21.37%	22.63%	19.30%	16.55%
					流动比率	1.14	1.10	1.06	1.04
					速动比率	0.85	0.70	0.67	0.65
					股利支付率	34.19%	40.89%	19.69%	24.52%
					每股指标				
					每股收益	0.42	0.32	0.49	0.56
					每股净资产	4.60	3.63	4.02	4.44
					每股经营现金	1.16	0.99	1.58	1.57
					每股股利	0.14	0.13	0.10	0.14
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	99.43	74.84	94.63	104.07					
PE	6.40	8.37	5.58	4.84					
PB	0.59	0.75	0.67	0.61					
PS	0.09	0.08	0.07	0.06					
EV/EBITDA	-5.21	-7.15	-7.24	-8.02					
股息率	5.34%	4.89%	3.53%	5.06%					

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

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 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。

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	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrlyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@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
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人、销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@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	cyrlyf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn