

盈利能力提升, Q3 业绩超预期

华泰研究

2022年10月19日 | 中国内地

公告点评

建筑施工

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

14.63

研究员 方晏荷
SAC No. S0570517080007 fangyanhe@htsc.com
SFC No. BPW811 +(86) 755 2266 0892

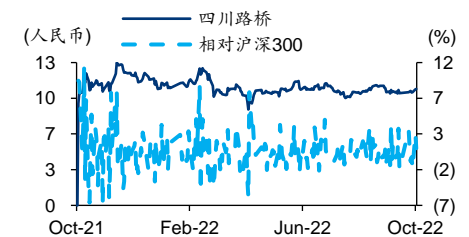
研究员 黄颖
SAC No. S0570522030002 huangying018854@htsc.com
SFC No. BSH293 +(86) 21 2897 2228

研究员 张艺露
SAC No. S0570520070002 zhangyilu@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

基本数据

目标价(人民币)	14.63
收盘价(人民币 截至10月18日)	10.60
市值(人民币百万)	51,025
6个月平均日成交额(人民币百万)	248.77
52周价格范围(人民币)	8.72-13.00
BVPS(人民币)	5.96

股价走势图



资料来源: Wind

22Q3 归母净利同比+147%, 维持“买入”评级

10月18日公司发布三季度业绩预增公告,22年1-9月归母净利60.1亿元,同比+73.2%,超过我们的预期(50.5亿),主要受益于稳增长加速落地驱动收入增长,以及精细化管理水平提高带动盈利能力提升。我们测算公司22Q3归母净利23.5亿,同/环比+147%/+12.7%。考虑公司盈利能力提升且有望持续,我们上调公司22-24年归母净利至81.0/101.4/122.2亿(前值:73/91/110亿),截至10月18日可比公司22年Wind一致预期均值7.0xPE,考虑公司积极延伸新能源和资源材料业务,具有较高业绩弹性,给予公司22年8.7xPE,维持目标价14.63元,维持“买入”评级。

多因素驱动 22Q3 净利高增长, 继续看好 22Q4 旺季表现

公司22年前三季度扣非归母净利59.0亿元,同比+74%,我们测算22Q3扣非归母净利23.0亿元,同比+145%。根据公司历史经营情况,由于工程施工的淡旺季特征明显,公司Q3归母净利一般环比Q2下降,2012-2021年最近十年仅2013年和2020年Q3归母净利环比分别上升4.5%、3.4%。根据公司公告,22Q3业绩增长主要受施工业务影响:1)在手订单充足,优质施工项目增多;2)深入推进精细化、数字化管理,降低工程施工成本;3)加快推进项目变更、材料调差,加强产业协同管理。考虑Q4一般为施工旺季,且在加快实物量落地背景下,我们继续看好公司22Q4经营表现。

大股东持续增持, 混改有望继续推进

公司2022年10月16日公告,公司控股股东蜀道集团累计增持公司股票5461万股(占总股本1.13%),增持金额5.77亿元,顺利完成2022年8月10日3-6亿元的增持计划;且蜀道集团同日承诺将在未来半年内继续增持公司股票2-4亿元,且不设置价格区间,彰显控股股东对公司发展前景的信心。此前蜀道集团已承诺在行使四川路桥的非独立董事提名权时应提名1名由比亚迪推选的人员,并促使该人员担任,承诺有效期至少持续至2025年6月12日。同时,比亚迪承诺在2022年10月-2023年3月的半年内从二级市场购买不少于5000万元公司股票,公司混改持续推进。

拟收购厄立特里亚钾盐矿 50%股权, 全面布局新材料产业链

10月9日,公司已公告与澳大利亚矿企Danakali(DNK公司)签署了条款清单,拟出资1.66亿美元收购DNK所持的东非厄立特里亚Colluli钾盐矿项目50%股权。该项目矿石总储量11亿吨,其中已探储量2.85亿吨,氧化钾平均品味10.5%。公司此前在当地已有铜金多金属矿布局,我们认为若公司此次钾盐项目顺利完成,有利于完善矿产资源和锂电新材料布局。

风险提示:锂电矿产、材料业务发展不及预期;订单增长持续性不及预期。

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)	61,070	85,049	112,334	137,814	163,317
+/-%	15.83	39.26	32.08	22.68	18.51
归属母公司净利润(人民币百万)	3,025	5,582	8,095	10,144	12,216
+/-%	77.76	84.52	45.02	25.31	20.43
EPS(人民币,最新摊薄)	0.63	1.16	1.68	2.11	2.54
ROE(%)	14.40	20.19	24.07	25.18	25.43
PE(倍)	16.87	9.14	6.30	5.03	4.18
PB(倍)	2.26	1.88	1.54	1.27	1.06
EV EBITDA(倍)	12.19	9.25	7.88	6.70	5.80

资料来源:公司公告、华泰研究预测

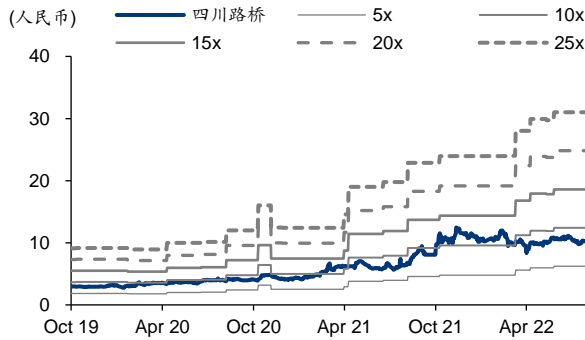
图表1: 可比公司估值表 (2022/10/18)

公司名称	股票代码	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益 (元)				P/E			
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
山东路桥	000498 CH	8.47	132	1.37	1.74	2.17	2.63	6.19	4.88	3.91	3.22
中国交建	601800 CH	7.18	1,161	1.11	1.28	1.44	1.60	6.45	5.61	4.99	4.49
中国电建	601669 CH	7.49	1,134	0.57	0.72	0.86	0.97	13.14	10.45	8.71	7.72
平均								8.59	6.98	5.87	5.14
四川路桥	600039 CH	10.6	510	1.16	1.68	2.11	2.54	9.14	6.30	5.03	4.18

注: 除四川路桥外, 盈利预测均来自 Wind 一致预期

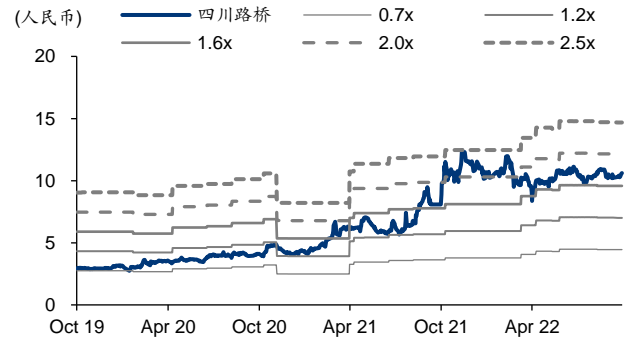
资料来源: Wind、Bloomberg、华泰研究预测

图表2: 四川路桥 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表3: 四川路桥 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	56,759	72,656	93,206	105,374	121,225
现金	14,131	12,292	14,603	17,916	17,965
应收账款	11,323	18,288	24,103	26,939	33,549
其他应收账款	2,728	2,849	3,959	4,393	5,505
预付账款	1,351	1,577	2,150	2,389	3,055
存货	1,969	3,295	4,180	4,613	5,781
其他流动资产	25,256	34,356	44,210	49,124	55,370
非流动资产	56,465	64,383	65,890	67,169	68,276
长期投资	1,483	1,787	1,949	2,149	2,323
固定投资	2,304	2,949	3,628	4,206	4,348
无形资产	29,176	29,948	30,924	31,413	31,810
其他非流动资产	23,502	29,698	29,389	29,401	29,795
资产总计	113,224	137,038	159,096	172,543	189,500
流动负债	52,010	62,293	77,107	82,389	93,685
短期借款	3,606	1,890	3,787	4,472	6,901
应付账款	26,705	35,586	41,951	41,795	45,949
其他流动负债	21,699	24,816	31,370	36,122	40,836
非流动负债	36,450	44,213	45,266	46,320	43,573
长期借款	35,479	42,734	43,787	44,840	42,094
其他非流动负债	970.83	1,479	1,479	1,479	1,479
负债合计	88,460	106,506	122,374	128,709	137,258
少数股东权益	2,150	3,383	3,548	3,755	4,004
股本	4,778	4,775	4,814	4,814	4,814
资本公积	6,447	6,290	6,425	6,425	6,425
留存公积	10,870	15,301	20,257	26,468	33,947
归属母公司股东权益	22,614	27,149	33,174	40,080	48,238
负债和股东权益	113,224	137,038	159,096	172,543	189,500

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	3,277	(1,023)	2,736	6,884	6,900
净利润	3,045	5,694	8,261	10,351	12,465
折旧摊销	878.71	1,008	1,046	872.63	966.66
财务费用	2,320	2,382	2,583	2,961	3,251
投资损失	(35.89)	(71.37)	(21.92)	(37.41)	(45.24)
营运资金变动	(1,408)	(3,603)	(8,790)	(6,756)	(9,065)
其他经营现金	(1,523)	(6,433)	(341.83)	(507.87)	(673.45)
投资活动现金	(5,270)	(3,653)	(2,526)	(2,110)	(2,024)
资本支出	(4,931)	(2,567)	(2,376)	(1,934)	(1,878)
长期投资	(430.04)	(1,008)	(161.78)	(200.38)	(173.53)
其他投资现金	91.12	(78.28)	12.05	24.62	27.91
筹资活动现金	5,424	2,713	815.02	(1,446)	(7,156)
短期借款	(263.25)	(1,716)	1,897	685.05	2,429
长期借款	2,139	7,255	1,053	1,053	(2,747)
普通股增加	1,167	0.00	38.71	0.00	0.00
资本公积增加	3,316	(156.92)	134.86	0.00	0.00
其他筹资现金	(935.16)	(2,669)	(2,308)	(3,184)	(6,838)
现金净增加额	3,423	(1,970)	1,025	3,327	(2,280)

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	61,070	85,049	112,334	137,814	163,317
营业成本	52,034	71,318	93,432	114,313	135,125
营业税金及附加	238.25	422.86	558.53	685.21	812.01
营业费用	15.48	21.58	28.51	34.97	41.45
管理费用	1,066	1,109	1,388	1,695	1,992
财务费用	2,320	2,382	2,583	2,961	3,251
资产减值损失	(23.02)	(91.48)	(112.33)	(137.81)	(163.32)
公允价值变动收益	7.87	1.86	4.83	4.85	3.85
投资净收益	35.89	71.37	21.92	37.41	45.24
营业利润	3,686	6,781	9,977	12,502	15,043
营业外收入	51.82	107.09	20.00	20.00	20.00
营业外支出	67.64	40.25	44.48	50.79	45.17
利润总额	3,670	6,848	9,952	12,471	15,018
所得税	624.82	1,154	1,692	2,120	2,553
净利润	3,045	5,694	8,261	10,351	12,465
少数股东损益	20.25	112.13	165.21	207.02	249.30
归属母公司净利润	3,025	5,582	8,095	10,144	12,216
EBITDA	6,734	10,103	12,570	15,037	17,832
EPS (人民币, 基本)	0.78	1.17	1.68	2.11	2.54

主要财务比率

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	15.83	39.26	32.08	22.68	18.51
营业利润	75.26	83.96	47.13	25.31	20.33
归属母公司净利润	77.76	84.52	45.02	25.31	20.43
获利能力 (%)					
毛利率	14.80	16.14	16.83	17.05	17.26
净利率	4.99	6.70	7.35	7.51	7.63
ROE	14.40	20.19	24.07	25.18	25.43
ROIC	9.94	15.63	16.02	17.33	17.89
偿债能力					
资产负债率 (%)	78.13	77.72	76.92	74.59	72.43
净负债比率 (%)	116.93	127.97	121.25	104.83	92.61
流动比率	1.09	1.17	1.21	1.28	1.29
速动比率	0.95	1.03	1.08	1.15	1.16
营运能力					
总资产周转率	0.58	0.68	0.76	0.83	0.90
应收账款周转率	6.73	5.74	5.30	5.40	5.40
应付账款周转率	2.14	2.29	2.41	2.73	3.08
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.63	1.16	1.68	2.11	2.54
每股经营现金流(最新摊薄)	0.68	(0.21)	0.57	1.43	1.43
每股净资产(最新摊薄)	4.70	5.64	6.89	8.33	10.02
估值比率					
PE (倍)	16.87	9.14	6.30	5.03	4.18
PB (倍)	2.26	1.88	1.54	1.27	1.06
EV EBITDA (倍)	12.19	9.25	7.88	6.70	5.80

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。
- 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。
- 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**

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

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