

Q3 现金流同比改善，开拓新兴产业

华泰研究

2022年10月30日 | 中国内地/中国香港

季报点评

建筑施工

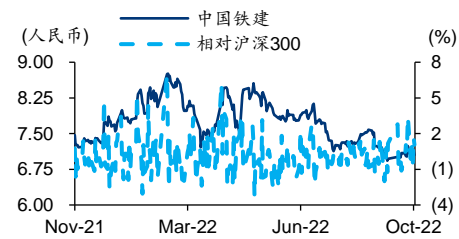
	1186 HK	601186 CH
投资评级:	买入(维持)	买入(维持)
目标价:	港币: 4.61	人民币: 10.54

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

基本数据

(港币/人民币)	1186 HK	601186 CH
目标价	4.61	10.54
收盘价(截至10月28日)	3.92	7.05
市值(百万)	53,232	95,736
6个月平均日均成交额(百万)	31.65	334.89
52周价格范围	3.85-5.95	6.93-8.76
BVPS	16.22	20.82

股价走势图



资料来源: Wind

22Q3 营收/扣非归母净利润同比+4.4%/-2.4%

10月28日公司发布三季报: 22Q1-3 实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 7984/187/179 亿元, 同比+8.6%/+4.9%/+8.3%; 其中 22Q3 分别实现 2579/53/51 亿元, 同比+4.4%/-5.2%/-2.4%。22Q3 归母净利低于我们的预期(64 亿元), 主要系投资亏损 14 亿元, 21Q3 为收益 3.7 亿元。考虑到公司在手订单充沛, 我们维持公司 22-24 年归母净利预测为 286/325/364 亿。A 股/H 股可比公司 22 年 Wind 一致预期均值 6.0x/3.3PE, 考虑到公司业务结构相对传统, 资源类资产少于可比公司, 给予 A 股/H 股 22 年 5.0x/2.0PE, 维持 A 股目标价 10.54 元, 调整 H 股目标价至 4.61 港元(前值 4.65 港元), 维持 A 股/H 股“买入”/“买入”评级。

22Q3 期间费用率优化, 投资亏损增加拖累利润

22Q1-3 综合毛利率 8.7%, 同比+0.16pct, 22Q3 为 8.8%, 同比基本持平, 环比-1.13pct。22Q1-3 期间费用率 4.4%, 同比-0.37pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.03/-0.14/-0.18/-0.02pct。22Q3 期间费用率 4.9%, 同比-0.31pct, 主要系财务费用率优化较多, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.04/-0.17/+0.05/-0.23pct。但 22Q3 以摊余成本计量的金融资产终止确认发生损失 33.7 亿元, 约占收入的 1.31%, 较去年同期多亏损 29.6 亿元, 对利润侵蚀较多, 我们预计是应收类资产处置所致。22Q1-3 归母净利率 2.4%, 同比-0.08pct, 22Q3 归母净利率 2.0%, 同/环比-0.21/-0.8pct。

22Q3 经营性现金流同比显著改善

22Q1-3 公司经营性现金流净额-12 亿元, 同比少流出 471 亿元, 22Q3 净额为 184 亿元, 同比多流入 105 亿元, 环比少流入 31 亿元, Q3 收/付现比分别为 111.5%/107.2%, 同比+22.0/+19.3pct, 环比+18.2/22.3pct。22Q3 末资产负债率 75.9%, 同比/环比+0.40/+0.31pct。22Q3 末有息负债率 21.0%, 同比/环比+0.51/-0.19pct。

新签订单传统领域公路和房建表现较好, 积极开拓新兴产业

22Q1-3 新签合同 1.84 万亿, 同比+17.7%, 其中基建类新签合同 1.56 万亿, 同比+20.6%, 细分来看, 铁路、公路、房建、市政合计新签 1.29 万亿, 占基建订单比例约 82.9%, 同比-12.4%/+49.3%/+21.0%/-1.2%, 传统领域公路和房建表现较好。此外公司大力拓展绿色环保、电力等新兴产业, 以抽水蓄能和海上风电市场开发为突破口, 加快进军水电、风电等领域, Q1-3 新签 1160/756 亿, 同比+144%/+605%。

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)	910,325	1,020,010	1,192,084	1,341,513	1,507,686
+/-%	9.62	12.05	16.87	12.54	12.39
归属母公司净利润(人民币百万)	22,393	24,691	28,619	32,490	36,389
+/-%	10.87	10.26	15.91	13.52	12.00
EPS(人民币, 最新摊薄)	1.65	1.82	2.11	2.39	2.68
ROE(%)	9.65	9.44	10.17	10.53	10.73
PE(倍)	4.28	3.88	3.35	2.95	2.63
PB(倍)	0.38	0.36	0.33	0.30	0.27
EV EBITDA(倍)	3.39	5.00	4.81	4.24	3.80

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: A股可比公司估值表 (2022/10/28)

公司代码	公司简称	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
601668.CH	中国建筑	4.90	1.23	1.36	1.51	1.68	4.00	3.61	3.24	2.92
601390.CH	中国中铁	5.27	1.12	1.27	1.42	1.60	4.72	4.16	3.71	3.30
601800.CH	中国交建	6.88	1.11	1.28	1.43	1.60	6.18	5.38	4.80	4.30
601618.CH	中国中冶	2.99	0.40	0.47	0.54	0.62	7.40	6.31	5.50	4.85
601669.CH	中国电建	7.53	0.57	0.72	0.83	0.97	13.21	10.51	9.07	7.76
	平均						7.10	5.99	5.26	4.63
601186.CH	中国铁建	7.05	1.82	2.11	2.39	2.68	3.88	3.35	2.95	2.63

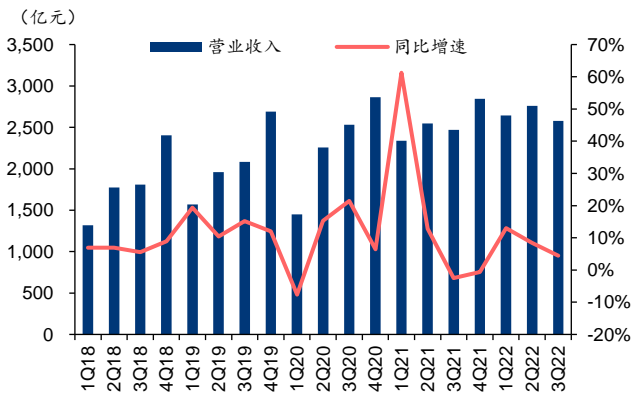
注: 除中国铁建外, 盈利预测均来自 Wind 一致预期
资料来源: Wind, 华泰研究预测

图表2: H股可比公司估值表 (2022/10/28)

公司代码	公司简称	股价 (港元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
0390 HK	中国中铁	3.84	1.04	1.30	1.46	1.62	3.38	2.70	2.40	2.16
3311 HK	中国建筑国际	7.52	1.10	1.45	1.67	1.89	6.23	4.74	4.11	3.64
1618 HK	中国中冶	1.32	0.35	0.48	0.54	0.60	3.44	2.53	2.22	2.01
	平均						4.35	3.33	2.91	2.60
1186 HK	中国铁建	3.92	1.82	2.11	2.39	2.68	1.97	1.70	1.50	1.34

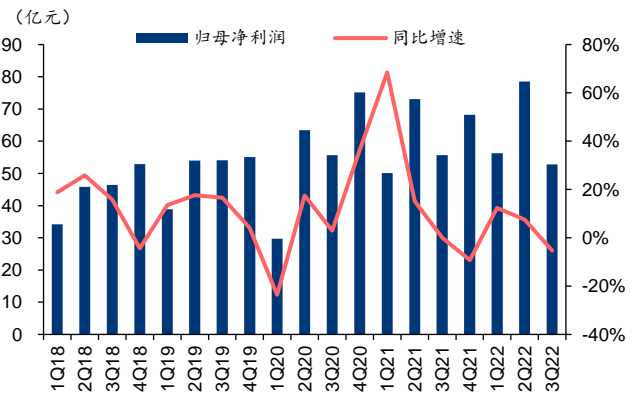
注: 除中国铁建外, 盈利预测均来自 Wind 一致预期
资料来源: Wind, 华泰研究预测

图表3: 单季度营业收入及同比增速



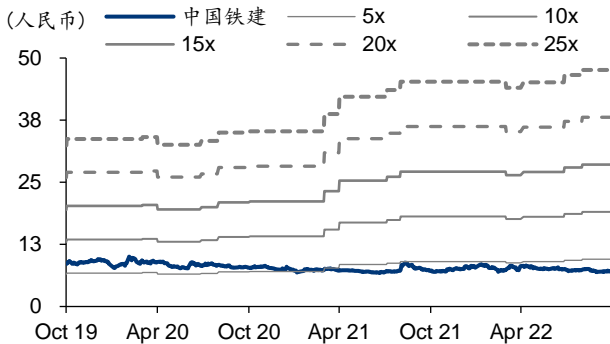
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表4: 单季度归母净利润及同比增速



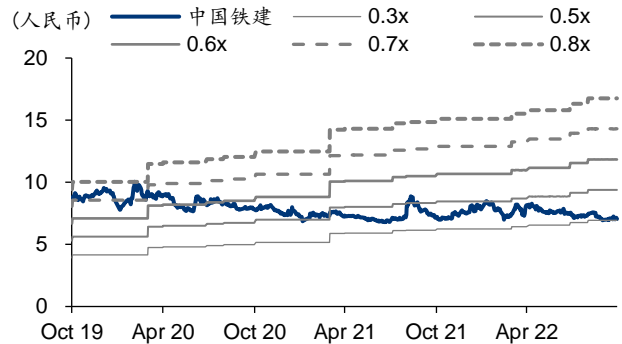
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表5: 中国铁建 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表6: 中国铁建 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	860,768	908,400	1,012,846	1,078,151	1,176,541
现金	187,997	126,821	134,442	137,289	133,522
应收账款	125,696	155,677	170,260	186,132	203,242
其他应收账款	66,383	63,786	88,342	82,856	109,549
预付账款	24,316	25,533	29,436	31,722	34,809
存货	232,359	279,554	309,059	337,364	368,703
其他流动资产	224,016	257,027	281,306	302,789	326,716
非流动资产	382,025	444,570	460,850	491,132	512,173
长期投资	70,621	98,164	123,760	151,661	178,541
固定投资	56,112	61,168	59,750	54,750	47,325
无形资产	70,372	68,261	71,669	77,024	81,457
其他非流动资产	184,920	216,978	205,671	207,697	204,850
资产总计	1,242,793	1,352,970	1,473,697	1,569,283	1,688,714
流动负债	769,625	832,081	930,309	1,000,235	1,098,461
短期借款	49,879	46,057	50,117	47,201	48,313
应付账款	349,327	362,064	419,173	451,138	495,251
其他流动负债	370,418	423,960	461,019	501,896	554,896
非流动负债	159,529	174,396	166,038	156,843	139,067
长期借款	137,130	144,579	139,664	128,748	111,832
其他非流动负债	22,399	29,816	26,375	28,096	27,235
负债合计	929,154	1,006,477	1,096,347	1,157,079	1,237,528
少数股东权益	59,341	77,704	83,064	89,150	95,966
股本	13,580	13,580	13,580	13,580	13,580
资本公积	44,159	44,887	44,887	44,887	44,887
留存公积	129,593	148,346	177,908	211,469	249,057
归属母公司股东权益	254,298	268,789	294,285	323,055	355,220
负债和股东权益	1,242,793	1,352,970	1,473,697	1,569,283	1,688,714

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	40,109	(7,304)	54,379	62,156	53,498
净利润	25,709	29,315	33,980	38,575	43,205
折旧摊销	15,625	15,605	14,089	15,928	17,587
财务费用	3,253	3,684	4,705	4,973	5,385
投资损失	929.93	193.60	1,163	(1,000)	(900.00)
营运资金变动	861.56	(35,590)	5,898	9,750	(5,315)
其他经营现金	(6,268)	(20,512)	(5,456)	(6,071)	(6,464)
投资活动现金	(50,298)	(61,070)	(30,844)	(44,505)	(36,993)
资本支出	(31,388)	(32,875)	(11,614)	(13,622)	(12,825)
长期投资	(18,880)	(34,582)	(25,596)	(27,901)	(26,880)
其他投资现金	(29.82)	6,388	6,366	(2,981)	2,713
筹资活动现金	38,239	10,602	(15,914)	(14,805)	(20,272)
短期借款	7,130	(3,822)	4,059	(2,916)	1,113
长期借款	23,050	7,449	(4,916)	(10,916)	(16,916)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	4.12	727.74	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	8,055	6,247	(15,057)	(972.88)	(4,469)
现金净增加额	27,376	(57,928)	7,621	2,846	(3,767)

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	910,325	1,020,010	1,192,084	1,341,513	1,507,686
营业成本	825,987	922,127	1,080,243	1,217,932	1,369,365
营业税金及附加	3,733	3,623	4,234	4,765	5,355
营业费用	5,668	6,147	7,468	8,281	9,279
管理费用	19,038	20,742	23,842	26,160	28,948
财务费用	3,253	3,684	4,705	4,973	5,385
资产减值损失	(1,023)	(1,590)	(1,409)	(1,899)	(1,990)
公允价值变动收益	105.83	(243.22)	197.53	176.08	200.00
投资净收益	(929.93)	(193.60)	(1,163)	1,000	900.00
营业利润	31,021	34,814	40,667	46,268	51,854
营业外收入	1,068	1,112	1,063	1,008	1,000
营业外支出	598.40	774.79	790.68	800.00	800.00
利润总额	31,491	35,151	40,940	46,476	52,054
所得税	5,782	5,836	6,960	7,901	8,849
净利润	25,709	29,315	33,980	38,575	43,205
少数股东损益	3,316	4,625	5,361	6,086	6,816
归属母公司净利润	22,393	24,691	28,619	32,490	36,389
EBITDA	49,052	52,720	58,780	66,036	73,518
EPS (人民币, 基本)	1.50	1.60	2.11	2.39	2.68

主要财务比率

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	9.62	12.05	16.87	12.54	12.39
营业利润	12.28	12.23	16.81	13.77	12.07
归属母公司净利润	10.87	10.26	15.91	13.52	12.00
获利能力 (%)					
毛利率	9.26	9.60	9.38	9.21	9.17
净利率	2.82	2.87	2.85	2.88	2.87
ROE	9.65	9.44	10.17	10.53	10.73
ROIC	21.57	19.68	19.69	24.23	26.63
偿债能力					
资产负债率 (%)	74.76	74.39	74.39	73.73	73.28
净负债比率 (%)	6.13	28.17	29.53	24.86	21.19
流动比率	1.12	1.09	1.09	1.08	1.07
速动比率	0.74	0.67	0.68	0.67	0.66
营运能力					
总资产周转率	0.78	0.79	0.84	0.88	0.93
应收账款周转率	7.66	7.25	7.31	7.53	7.74
应付账款周转率	2.45	2.59	2.77	2.80	2.89
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	1.65	1.82	2.11	2.39	2.68
每股经营现金流(最新摊薄)	2.95	(0.54)	4.00	4.58	3.94
每股净资产(最新摊薄)	18.73	19.79	21.67	23.79	26.16
估值比率					
PE (倍)	4.28	3.88	3.35	2.95	2.63
PB (倍)	0.38	0.36	0.33	0.30	0.27
EV EBITDA (倍)	3.39	5.00	4.81	4.24	3.80

免责声明

分析师声明

本人，方晏荷、黄颖，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。
- 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，亦不试图促进购买或销售该等证券。如任何投资者为美国公民、取得美国永久居留权的外国人、根据美国法律所设立的实体（包括外国实体在美国的分支机构）、任何位于美国的个人，该等投资者应当充分考虑自身特定状况，以任何形式直接或间接地投资本报告涉及的投资者所在国相关适用的法律法规所限制的企业的公开交易的证券、其衍生证券及用于为该等证券提供投资机会的证券的任何交易。该等投资者对依据或者使用本报告内容所造成的一切后果，华泰证券股份有限公司、华泰金融控股（香港）有限公司、华泰证券（美国）有限公司及作者均不承担任何法律责任。

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