

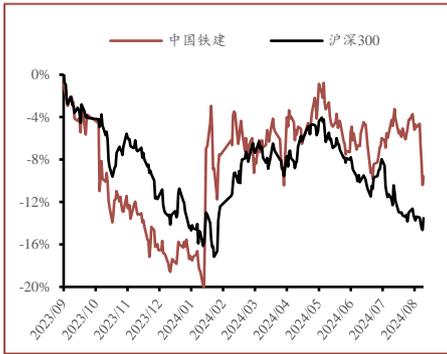
传统施工业务承压，收现比亦有下滑

■ 证券研究报告

投资评级:增持(维持)

基本数据	2024-08-30
收盘价(元)	7.86
流通股本(亿股)	135.80
每股净资产(元)	18.85
总股本(亿股)	135.80

最近 12 月市场表现



分析师 毕春晖

SAC 证书编号: S0160522070001

bich@ctsec.com

相关报告

- 《环保业务快速发展，现金流有所承压》 2024-06-04
- 《收入稳中有增，盈利和现金流略有承压》 2024-04-01
- 《Q3 营收稳中有增，水利新签增长较快》 2023-11-01

核心观点

- ❖ **事件:**公司公告 2024H1 实现营收 5161.37 亿元同降 4.61%;归母净利润 119.02 亿元同降-12.80%;扣非归母净利润 111.51 亿元同降 13.54%。其中,单 Q2 营收 2411.88 亿元同降 9.84%;归母净利润 58.77 亿元同降 24.07%;扣非归母净利润 53.74 亿元同降 25.70%。
- ❖ **工程产业链收入确认放缓,地产业务加快交房。**分业务来看,上半年工程承包、规划设计咨询、工业制造、房地产开发、物资物流及其他业务分别实现收入 4516.15/80.02/112.33/315.48/421.65 亿元分别同比变动-6.58%/-4.57%/-7.65%/47.34%/-6.81%,地产业务增速较快主要是所属单位交房增加所致;分别实现毛利率 7.56%/42.35%/21.05%/11.44%/9.21%同比变动 0.03pct/1.72pct/-2.33pct/-0.88pct/1.10pct。分地区来看,上半年公司境内/境外收入分别为 4853.03/308.34 亿元,分别同比变动 -5.17%/5.28%,分别实现毛利率 9.30%/6.24%,分别同比变动 0.24pct/-0.07pct。
- ❖ **期间费用率增加拖累净利率,经营现金净流出同比增加。**上半年公司销售毛利率 9.12%同增 0.21pct;期间费用率 4.80%同增 0.41pct,其中销售/管理及研发/财务费用率分别为 0.57%/3.65%/0.57%,同比变动 -0.04pct/0.17pct/0.28pct,主要是收入下滑导致费用摊销增加;资产及信用减值损失率 0.44%同增 0.08pct;归母净利率 2.31%同降 0.22pct。上半年公司收现比 96.11%同降 3.77pct,付现比 110.82%同增 8.7pct;经营性活动现金净流出 816.76 亿元,同比多流出 623.33 亿元。截至 6 月底公司应收账款及票据、存货+合同资产、应付账款及票据、预收账款+合同负债规模分别为 1817.1/6166.4/5110/1221.4 亿元,较年初变动 14.25%/2.87%/-6.24%/-18.81%。
- ❖ **投资建议:**我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 10903.37/10811.89/10996.46 亿元,归母净利润 220.93/214.49/224.20 亿元。8 月 30 日收盘价对应 PE 分别为 5.46/5.65/5.37 倍,维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示:**稳增长力度不及预期;宏观经济大幅波动风险;订单执行缓慢。

盈利预测:

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1096313	1137993	1090337	1081189	1099646
收入增长率(%)	7.48	3.80	-4.19	-0.84	1.71
归母净利润(百万元)	26681	26097	22093	21449	22420
净利润增长率(%)	8.06	-2.19	-15.34	-2.91	4.53
EPS(元/股)	1.76	1.73	1.44	1.39	1.46
PE	4.39	4.40	5.46	5.65	5.37
ROE(%)	9.19	8.42	6.74	6.22	6.18
PB	0.46	0.41	0.40	0.37	0.35

数据来源:wind 数据,财通证券研究所(以 2024 年 08 月 30 日收盘价计算)

点评正文：

- ❖ **工程产业链收入确认放缓，房地产业务加快交房。**分业务来看，上半年工程承包、规划设计咨询、工业制造、房地产开发、物资物流及其他业务分别实现收入 4516.15/80.02/112.33/315.48/421.65 亿元分别同比变动-6.58%/-4.57%/-7.65%/47.34%/-6.81%，房地产业务增速较快主要是所属单位交房增加所致；分别实现毛利率 7.56%/42.35%/21.05%/11.44%/9.21%同比变动 0.03pct/1.72pct/-2.33pct/-0.88pct/1.10pct。分地区来看，上半年公司境内/境外收入分别为 4853.03/308.34 亿元，分别同比变动-5.17%/5.28%，分别实现毛利率 9.30%/6.24%，分别同比变动 0.24pct/-0.07pct。
- ❖ **期间费用率增加拖累净利率，经营现金净流出同比增加。**上半年公司销售毛利率 9.12%同增 0.21pct；期间费用率 4.80%同增 0.41pct，其中销售/管理及研发/财务费用率分别为 0.57%/3.65%/0.57%，同比变动 -0.04pct/0.17pct/0.28pct，主要是收入下滑导致费用摊销增加；资产及信用减值损失率 0.44%同增 0.08pct；归母净利率 2.31%同降 0.22pct。上半年公司收现比 96.11%同降 3.77pct，付现比 110.82%同增 8.7pct；经营性活动现金净流出 816.76 亿元，同比多流出 623.33 亿元，主要是报告期销售商品、提供劳务收到的现金减少所致。截至 6 月底公司应收账款及票据、存货+合同资产、应付账款及票据、预收账款+合同负债规模分别为 1817.1/6166.4/5110/1221.4 亿元，较年初变动 14.25%/2.87%/-6.24%/-18.81%。
- ❖ **老基建新签同比下滑，矿山及水利订单较快增长。**上半年公司新签合同总额 11006.22 亿元同降 19.02%。分业务来看，基础设施建设项目新签合同额 9435.40 亿元同降 19.23%，占新签合同总额的 85.73%，其中从产业类型来看，工程承包产业、投资运营产业、绿色环保产业新签金额分别为 7928.57/573.60/933.23 亿元，分别同比变动-17.49%/-58.23%/33.47%，投资运营项目减少主要系上半年行业内 PPP 项目等招标总量较去年同期减少，而公司加快绿色转型步伐，绿色环保订单快速增长；从工程类型来看，铁路、公路、城轨、房建、市政、矿山开采、水利水运、机场、电力工程新签金额分别为 784.62/722.70/449.50/4262.79/1056.25/697.70/546.29/15.26/537.53 亿元，分别同比变动 -26.73%/-60.58%/19.47%/-14.44%/-34.74%/413.79%/39.68%/-63.06%/-8.82%，传统的公路、市政等项目新签下滑主要系市场上项目招标总量减少，而矿山开采项目同比增幅较大主要系公司在低基数情况下加强矿山业务的市场开拓，水利项目同比增幅较大主要系公司持续抢抓水利等新兴市场发展机遇。境内/境外业务新签分别同比变动-19.45%/-12.32%，分别占新签总额的 93.42%/6.58%。截至 6 月底，公司未完合同额合计 71230.62 亿元，较年初增长 6.48%。

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1096312.87	1137993.49	1090337.13	1081189.39	1099645.76	成长性					
减:营业成本	985747.67	1019683.08	979463.20	971505.01	987875.78	营业收入增长率	7.5%	3.8%	-4.2%	-0.8%	1.7%
营业税费	4173.43	4296.94	4143.28	4108.52	4178.65	营业利润增长率	7.4%	3.2%	-15.4%	-2.9%	4.6%
销售费用	6642.39	7377.87	6542.02	6487.14	6597.87	净利润增长率	8.1%	-2.2%	-15.3%	-2.9%	4.5%
管理费用	21873.05	23466.32	21806.74	20542.60	19793.62	EBITDA 增长率	17.8%	3.7%	6.5%	2.0%	2.8%
研发费用	25003.94	26725.45	27258.43	25948.55	25841.68	EBIT 增长率	20.4%	3.3%	17.7%	1.9%	3.0%
财务费用	3578.30	4661.45	7300.83	10501.29	12754.83	NOPLAT 增长率	21.4%	2.4%	17.3%	1.9%	3.0%
资产减值损失	-3050.91	-3461.19	-3475.00	-3070.00	-3105.00	投资资本增长率	11.8%	16.6%	20.1%	6.6%	3.2%
加:公允价值变动收益	-462.61	-643.56	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	11.4%	8.1%	5.5%	5.0%	5.0%
投资和汇兑收益	-4665.94	-4229.97	-2725.84	-2702.97	-2749.11	利润率					
营业利润	37401.58	38593.71	32662.11	31704.51	33148.85	毛利率	10.1%	10.4%	10.2%	10.1%	10.2%
加:营业外净收支	422.88	234.44	200.00	200.00	200.00	营业利润率	3.4%	3.4%	3.0%	2.9%	3.0%
利润总额	37824.46	38828.15	32862.11	31904.51	33348.85	净利率	2.9%	2.8%	2.5%	2.4%	2.5%
减:所得税	6030.17	6499.42	5586.56	5423.77	5669.30	EBITDA/营业收入	6.3%	6.3%	7.0%	7.2%	7.2%
净利润	26680.80	26096.97	22093.20	21449.40	22420.43	EBIT/营业收入	4.4%	4.3%	5.3%	5.5%	5.6%
资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	运营效率					
货币资金	158424.81	166957.84	218067.43	248673.56	252918.52	固定资产周转天数	22	24	25	24	21
交易性金融资产	961.30	1629.79	1929.79	2129.79	2229.79	流动营业资本周转天数	-11	-6	13	14	17
应收账款	141229.62	155809.07	165242.07	171391.18	184757.41	流动资产周转天数	336	342	379	398	404
应收票据	8495.03	3229.04	2828.39	3178.22	2930.92	应收账款周转天数	49	47	54	58	60
预付账款	27473.84	21712.63	22527.65	22344.62	22721.14	存货周转天数	106	107	114	118	120
存货	299818.53	307642.79	309308.90	321221.60	331387.25	总资产周转天数	472	504	567	603	613
其他流动资产	23674.07	26831.43	27831.43	28831.43	29831.43	投资资本周转天数	215	242	303	326	331
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	9.2%	8.4%	6.7%	6.2%	6.2%
长期股权投资	127985.24	149278.36	174278.36	194278.36	212278.36	ROA	1.8%	1.6%	1.2%	1.2%	1.2%
投资性房地产	9898.34	11399.45	9399.45	7399.45	5399.45	ROIC	6.2%	5.5%	5.3%	5.1%	5.1%
固定资产	66085.80	73269.49	74372.38	69900.28	62918.18	费用率					
在建工程	7593.17	5810.72	5810.72	5810.72	5810.72	销售费用率	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
无形资产	62530.74	69736.46	71236.46	71836.46	71536.46	管理费用率	2.0%	2.1%	2.0%	1.9%	1.8%
其他非流动资产	109616.43	125642.24	125642.24	125642.24	125642.24	财务费用率	0.3%	0.4%	0.7%	1.0%	1.2%
资产总额	1523913.58	1663019.58	1774142.70	1845611.07	1901964.08	三费/营业收入	2.9%	3.1%	3.3%	3.5%	3.6%
短期债务	51367.56	81839.76	172171.01	208730.04	215819.08	偿债能力					
应付账款	425568.94	491567.21	460688.68	473035.58	487399.20	资产负债率	74.7%	74.9%	75.2%	75.0%	74.5%
应付票据	89607.34	53461.24	49926.54	49922.59	54353.19	负权益比	294.9%	298.7%	303.2%	299.3%	291.8%
其他流动负债	34762.70	35051.48	37051.48	39051.48	41051.48	流动比率	1.08	1.07	1.08	1.07	1.08
长期借款	133415.43	165621.48	201419.72	201419.72	201419.72	速动比率	0.40	0.39	0.43	0.44	0.45
其他非流动负债	692.63	1314.70	1314.70	1314.70	1314.70	利息保障倍数	7.78	6.62	4.73	3.88	3.70
负债总额	1137993.53	1245899.81	1334092.83	1383425.91	1416580.63	分红指标					
少数股东权益	95522.01	107282.26	112464.61	117495.95	122755.07	DPS(元)	0.28	0.35	0.32	0.32	0.33
股本	13579.54	13579.54	13579.54	13579.54	13579.54	分红比率	0.13	0.15	0.20	0.20	0.20
留存收益	168770.90	188614.87	206362.61	223466.55	241405.74	股息收益率	3.6%	4.6%	4.1%	4.1%	4.2%
股东权益	385920.05	417119.77	440049.87	462185.16	485383.45	业绩和估值指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	EPS(元)	1.76	1.73	1.44	1.39	1.46
净利润	26680.80	26096.97	22093.20	21449.40	22420.43	BVPS(元)	16.97	18.44	19.74	21.00	22.33
加:折旧和摊销	20794.80	21754.09	17647.10	18072.10	18432.10	PE(X)	4.4	4.4	5.5	5.6	5.4
资产减值准备	7938.74	9941.23	9525.00	8770.00	7805.00	PB(X)	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
公允价值变动损失	462.61	643.56	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	4316.38	5847.66	12305.20	15272.30	16484.94	P/S	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
投资收益	-1303.44	-1319.22	2725.84	2702.97	2749.11	EV/EBITDA	3.0	3.8	4.7	4.7	4.6
少数股东损益	5113.49	6231.76	5182.35	5031.34	5259.11	CAGR(%)					
营运资金的变动	-6638.23	-46361.33	-65972.11	-11580.28	-16229.47	PEG	0.5	—	—	—	1.2
经营活动产生现金流量	56134.95	20412.05	3197.55	59409.72	56611.26	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-55645.70	-55909.15	-63766.81	-46944.85	-39189.15	REP					
融资活动产生现金流量	33894.22	44591.51	111678.85	18141.27	-13177.15						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 08 月 30 日收盘价计算)

信息披露

● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。