

盈利能力提升，现金流持续向好



核心观点

- **受较长梅雨季影响，业绩略低于预期。**报告期内公司实现营业收入 148.3 亿，YoY-8.1%，归母净利润 5.7 亿，YoY-9.3%，其中 Q3 单季度实现收入/归母净利润 47.7/1.9 亿，YoY-0.5%/-1.2%。业绩略低于预期，我们判断主要由于受 7 月份较长梅雨天气影响，公司施工项目进度有所放缓。
- **PPP 项目接单谨慎导致整体新接订单有所放缓。**报告期内公司新接订单 148.8 亿，YoY+29.4%，其中 Q3 单季度新接订单 32.1 亿（均为传统施工项目），YoY-25.8%，主要由于公司 PPP 接单谨慎导致整体接单量有所放缓。公司在手订单充足，截至 3 季度末我们测算公司传统项目施工/PPP 项目施工未完工订单分别约为 510/290 亿，业绩增长有保障。
- **盈利能力提升，现金流持续向好。**报告期内公司毛利率/净利率 10.5%/3.9%，同比提升 1.3/0.1pct，主要由于 1) 公司传统施工项目结构优化带来盈利能力提升；2) 公司进入运营阶段的 PPP 项目增多，高毛利率的 PPP 项目投资业务收入占比提升。公司期间费用率 3.42%，同比提升 0.73pct，其中管理/研发/财务费用率分别提升 0.21/0.18/0.37pct。报告期内公司经营性现金流净额 2.3 亿，较 19 年同期 (-12.7 亿) 大幅好转，我们认为主要由于 1) 公建项目占比提升带来回款改善；2) 公司加强项目保证金的回收力度。
- **订单结构优化，钢结构业务增长有望加速。**公司施工项目中非房建订单占比提升，且政府/国企类客户增多，带动盈利能力提升/回款改善。PPP 项目投资最高峰已过，未来现金流将加速好转。公司钢结构业务加快产能布局，预计宣城钢结构生产线有望在 21 年投产，钢结构业务有望迎来快速增长。

财务预测与投资建议

- 我们预计公司 20-22 年 EPS 0.67/0.79/0.93 元（原 0.73/0.85/0.99 元）。考虑到公司受较长梅雨季影响，调减 20 年 PPP 项目/传统项目订单转化率至 9.1%/27.0%（原 11.6%/29.0%）。公司非房建订单占比提升，带动盈利能力和回款改善，钢结构业务有望快速增长。参考可比公司平均估值我们认可给予公司 20 年 13XPE，对应目标价 8.71 元，维持“增持”评级。

风险提示：订单转化率、PPP 回款进度和金额、钢结构业务拓展不及预期。

公司主要财务信息

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	20,213	21,427	20,941	24,078	27,885
同比增长(%)	13.1%	6.0%	-2.3%	15.0%	15.8%
营业利润(百万元)	1,265	1,486	1,502	1,753	2,067
同比增长(%)	49.8%	17.5%	1.0%	16.7%	17.9%
归属母公司净利润(百万元)	922	1,021	1,031	1,204	1,420
同比增长(%)	52.0%	10.7%	1.0%	16.8%	18.0%
每股收益(元)	0.60	0.67	0.67	0.79	0.93
毛利率(%)	9.5%	10.2%	10.3%	10.4%	10.5%
净利率(%)	4.6%	4.8%	4.9%	5.0%	5.1%
净资产收益率(%)	11.8%	10.0%	9.3%	9.9%	10.7%
市盈率	13.5	12.2	12.1	10.3	8.8
市净率	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2020年10月27日)	8.13元
目标价格	8.71元
52周最高价/最低价	9.88/6.69元
总股本/流通A股(万股)	152,976/152,976
A股市值(百万元)	12,437
国家/地区	中国
行业	建筑工程
报告发布日期	2020年10月28日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	0.62	6.27	-6.23	-3.44
相对表现	2.58	3.44	-10.00	-24.03
沪深300	-1.96	2.83	3.77	20.59



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 黄骥
021-63325888*6074
huangji@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520030001

联系人 聂磊
021-63325888*7504
nielei@orientsec.com.cn

联系人 江剑
021-63325888*7275
jiangjian@orientsec.com.cn

相关报告

传统施工发力，现金流持续向好：——首次覆盖报告 2020-09-04

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资建议

我们选用**相对估值法**。由于公司施工业务大多需要垫资，产生的应收账款和存货会占用部分营运资金，报表的现金流不能完全反映出公司的真实盈利水平，采用绝对估值法进行估值会与实际情况产生一定的偏差，因此我们采用相对估值法对公司进行估值。

可比公司 20 年平均 PE 为 13X。由于公司主营为土建施工，且涵盖 PPP 项目施工/投资/运营环节，因此我们选取主营为工程施工且包含 PPP 项目的粤水电/东珠生态/宏润建设/绿茵生态/岭南股份等 5 家公司作为可比公司，2020 年可比公司调整后平均 PE 为 13X。

表 1：可比公司估值表（截至 2020 年 10 月 27 日）

公司	代码	股价	市值	每股收益（元）				市盈率			
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
宏润建设	002062.SZ	4.28	47	0.32	0.35	0.39	0.43	8.64	12.23	10.97	9.95
粤水电	002060.SZ	3.14	38	0.19	0.25	0.31	0.36	8.74	12.56	10.13	8.72
东珠生态	603359.SH	19.91	63	1.13	1.52	1.97	2.48	8.89	13.10	10.11	8.03
绿茵生态	002887.SZ	13.06	41	1.00	0.89	1.14	1.42	7.60	14.67	11.46	9.20
岭南股份	002717.SZ	4.03	62	0.21	0.23	0.29	0.36	22.05	17.52	13.90	11.19
调整后平均								13.44			

数据来源：Wind，东方证券研究所

注：可比公司盈利预测均为 WIND 一致预期，最新价格为 2020 年 10 月 27 日收盘价；调整后平均为去掉最大值和最小值后的平均值

我们预计公司 20-22 年 EPS 为 0.67/0.79/0.93 元（原 0.73/0.85/0.99 元）。盈利预测有所调整，主要考虑到公司受较长梅雨季影响，以及 PPP 项目逐渐进入运营期，PPP 项目施工增速有所放缓，调减 20-22 年 PPP 项目订单转化率至 9.1%/9.5%/9.6%（原 11.6%/12.5%/13.4%），并同时调减 20-22 年传统项目订单转化率至 27.0%/24.5%/23.0%（原 29.0%/26.5%/25.0%）。公司施工订单结构优化，盈利能力和回款改善，PPP 项目有望在 22 年进入投收平衡期，装饰与钢结构业务有望快速增长。我们认可给予公司 2020 年 13XPE，对应目标价 8.71 元，维持“增持”评级。

图 1：公司过去 5 年（2015/10/27-2020/10/27）PE-Band


数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

订单转化不及预期：盈利预测中的收入/归母净利润受 PPP 项目施工/传统施工订单转化率的影响较大，我们综合历史以及公司整体发展情况对两项指标进行预测，但如果宏观环境、公司经营目标等发生较大变化，可能会造成实际的订单转化率不及预期。

PPP 项目回款进度和金额不及预期风险：公司长期应收款占总资产比例较高，20H1 达到 47.4%。公司长期应收款账龄相对较长，2019 年末公司 5 年期以上长期应收款占比较高达 64.7%，虽然公司项目质量较好，履约率高，但不排除存在地方政府因财政问题延迟付款风险，导致公司 PPP 项目回款进度和金额不及预期。此外，PPP 项目的回款受项目最终运营情况影响，也可能导致公司 PPP 项目回款进度不及预期。

钢结构业务拓展不及预期：在国家政策的指导和鼓励下，装配式建筑逐渐成为未来趋势，公司趁势大幅增加钢结构产能发展装配式业务。但未来随着众多竞争者的加入，公司有可能将面对价格竞争，导致钢结构业务拓展不及预期。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	4,186	3,786	9,402	12,197	12,950	营业收入	20,213	21,427	20,941	24,078	27,885
应收票据、账款及款项融资	10,205	10,332	10,290	11,711	13,284	营业成本	18,302	19,236	18,785	21,582	24,967
预付账款	477	673	628	722	837	营业税金及附加	129	103	101	116	135
存货	13,383	13,665	13,337	15,323	17,726	营业费用	5	9	9	11	13
其他	3,174	2,869	2,925	3,357	3,740	管理费用及研发费用	389	472	481	586	707
流动资产合计	31,424	31,325	36,583	43,311	48,537	财务费用	65	66	34	(104)	(138)
长期股权投资	690	710	710	710	710	资产、信用减值损失	99	128	64	165	166
固定资产	533	526	873	1,479	1,738	公允价值变动收益	0	35	15	10	10
在建工程	0	0	0	0	5	投资净收益	36	29	10	10	10
无形资产	85	87	83	79	76	其他	4	11	10	10	10
其他	18,753	26,798	21,733	21,528	20,373	营业利润	1,265	1,486	1,502	1,753	2,067
非流动资产合计	20,060	28,120	23,399	23,796	22,902	营业外收入	1	2	2	2	2
资产总计	51,484	59,445	59,982	67,107	71,439	营业外支出	4	10	11	12	12
短期借款	3,112	3,985	500	600	700	利润总额	1,262	1,478	1,492	1,743	2,057
应付票据及应付账款	17,376	17,767	17,282	20,071	23,469	所得税	319	445	449	524	619
其他	11,902	12,935	13,163	13,724	14,423	净利润	943	1,033	1,043	1,218	1,438
流动负债合计	32,389	34,687	30,945	34,395	38,591	少数股东损益	21	13	13	15	18
长期借款	8,336	12,959	16,279	18,839	17,659	归属于母公司净利润	922	1,021	1,031	1,204	1,420
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.60	0.67	0.67	0.79	0.93
其他	103	77	90	100	110						
非流动负债合计	8,439	13,036	16,369	18,939	17,769	主要财务比率					
负债合计	40,829	47,723	47,314	53,334	56,360		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	960	1,092	1,104	1,119	1,137	成长能力					
实收资本(或股本)	1,530	1,530	1,530	1,530	1,530	营业收入	13.1%	6.0%	-2.3%	15.0%	15.8%
资本公积	4,051	4,047	4,047	4,047	4,047	营业利润	49.8%	17.5%	1.0%	16.7%	17.9%
留存收益	3,757	4,686	5,607	6,697	7,985	归属于母公司净利润	52.0%	10.7%	1.0%	16.8%	18.0%
其他	358	367	380	380	380	获利能力					
股东权益合计	10,656	11,723	12,668	13,773	15,079	毛利率	9.5%	10.2%	10.3%	10.4%	10.5%
负债和股东权益总计	51,484	59,445	59,982	67,107	71,439	净利率	4.6%	4.8%	4.9%	5.0%	5.1%
						ROE	11.8%	10.0%	9.3%	9.9%	10.7%
						ROIC	5.5%	4.1%	3.5%	3.5%	3.8%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	79.3%	80.3%	78.9%	79.5%	78.9%
净利润	943	1,033	1,043	1,218	1,438	净负债率	73.1%	125.1%	70.9%	64.9%	47.8%
折旧摊销	35	32	63	106	150	流动比率	0.97	0.90	1.18	1.26	1.26
财务费用	65	66	34	(104)	(138)	速动比率	0.56	0.51	0.75	0.81	0.80
投资损失	(36)	(29)	(10)	(10)	(10)	营运能力					
营运资金变动	3,802	853	9	(801)	(596)	应收账款周转率	1.9	2.0	1.9	2.1	2.1
其它	(5,907)	(1,593)	62	155	156	存货周转率	1.4	1.4	1.4	1.5	1.5
经营活动现金流	(1,098)	362	1,201	565	1,000	总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
资本支出	(30)	(29)	(404)	(704)	(405)	每股指标(元)					
长期投资	7	62	(10)	(10)	(20)	每股收益	0.60	0.67	0.67	0.79	0.93
其他	(4,377)	(6,632)	5,023	181	1,139	每股经营现金流	-0.72	0.24	0.79	0.37	0.65
投资活动现金流	(4,400)	(6,599)	4,609	(533)	715	每股净资产	6.34	6.95	7.56	8.27	9.11
债权融资	4,469	5,561	3,434	2,673	(1,068)	估值比率					
股权融资	2,840	(4)	0	0	0	市盈率	13.5	12.2	12.1	10.3	8.8
其他	390	(40)	(3,629)	91	106	市净率	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9
筹资活动现金流	7,699	5,517	(195)	2,764	(962)	EV/EBITDA	21.4	18.4	18.3	16.6	14.0
汇率变动影响	1	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	21.9	18.8	19.0	17.7	15.1
现金净增加额	2,202	(720)	5,616	2,795	752						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

