

投资评级 优于大市 维持

三季度订单和归母净利润增长有所放缓

股票数据

10月25日收盘价(元)	8.26
52周股价波动(元)	7.72-12.83
总股本/流通A股(百万股)	2676/2582
总市值/流通市值(百万元)	22107/21330

相关研究

《营收高增, 减值损失、激励费用及财务费用拖累净利率》2019.08.22

《4Q 业绩加速, 看好龙头份额持续提升》2019.02.27

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-9.1	-16.1	-23.1
相对涨幅 (%)	-9.8	-18.1	-24.3

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 杜市伟

Tel: (0755) 82945368

Email: dsw11227@htsec.com

证书: S0850516080010

分析师: 李富华

Tel: (021) 23154134

Email: lfh12225@htsec.com

证书: S0850518050001

分析师: 张欣劼

Email: zxx12156@htsec.com

证书: S0850518020001

投资要点:

- **事件:** 公司 2019 前三季度营收为 227.41 亿元, 同增 22.66%, 归母净利润为 17.50 亿元, 同增 10.47%, 扣非后归母净利润为 17.10 亿元, 同增 9.71%。
- **新签订单逐步落地, 营收保持高增。** 前三季度公司营收依然保持较快增长, 我们认为订单到收入的转化效应在不断显现。单季度看, Q1、Q2、Q3 营收分别同增 19.57%、32.54% 和 17.16%, Q3 增速有所回落。公司归母净利润增速环比有所下降, 单季度看, Q1、Q2、Q3 归母净利润分别同增 8.65%、16.36% 和 7.86%, Q3 增速明显回落。
- **毛利率下降, 财务费用率提升, 现金流有所好转。** 公司归母净利润增速放缓, 我们认为主要因为: 1) 毛利率下降 0.79 个 pct 至 18.58%, 我们认为或与全装修业务营收贡献增加有关; 2) 财务费用率提升 0.35 个 pct 至 0.44%, 主要因为公司贷款利息、票据贴现费用增加; 3) 投资收益减少 0.45 亿元, 主要因为公司购买的资金信托计划到期赎回, 相应持有期间的投资收益减少。4) 信用减值损失大幅增加。期间费用率方面, 整体下降 0.27 个 pct 至 8.81%, 其中销售费用率下降 0.40 个 pct 至 2.29%, 管理费用率 (含研发费用) 下降 0.21 个 pct 至 6.09%, 财务费用率提升 0.35 个 pct 至 0.44%; 净利率下降 0.91 个 pct 至 7.65%。现金流方面, 经营性现金流净额为 -8.09 亿元, 较 18 年同期净流出减少 1.27 亿元, 收现比提升 1.27 个 pct 至 88.77%。负债率方面, 19Q3 公司负债率为 58.97%, 较 18 年同期提升了 1.89 个 pct。
- **三季度新签订单增速回落。** 19Q1-3 公司新签订单 334.24 亿元, 同比增长 17.30%, 其中公装、住宅、设计订单分别增长 15.57%、17.90%、29.87%, 依然保持较快增长, 但增速环比有所下降, 我们认为增长较快可能因为 EPC 模式应用比例提高, 区域壁垒的弱化, 以及定制精装业务增长较快等; 但受地产及政府投资影响, Q3 订单承压, 单季度新签订单同比增长 3.65%, 其中公装、住宅、设计分别同比增长 1.04%、3.22% 和 29.45%。截至 2019Q3 末, 公司在手订单 645.47 亿元, 同比增长 16.70%, 订单依然充足。此外, 截至 19Q3 末, 公司预收款为 8.84 亿元, 相比 18 年同期增长 18.66%, 增长较快。截至 19Q3 末, 公司在手货币资金 39.02 亿元, 较年初增加 8.33 亿元, 充裕的在手资金, 可有效保障项目推进。
- **盈利预测与评级。** 公司在手订单充足, 股权激励提升员工积极性, 我们预计公司 19-20 年 EPS 分别为 0.92 和 1.06 元, 给予 19 年 14-16 倍市盈率, 合理价值区间 12.88-14.72 元, 维持“优于大市”评级。
- **风险提示。** 回款风险, 公装订单下滑风险, 家装业务拓展不及预期风险。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	20996	25089	30113	36176	43496
(+/-)YoY(%)	7.1%	19.5%	20.0%	20.1%	20.2%
净利润(百万元)	1918	2123	2455	2828	3302
(+/-)YoY(%)	14.0%	10.7%	15.6%	15.2%	16.8%
全面摊薄 EPS(元)	0.72	0.79	0.92	1.06	1.23
毛利率(%)	19.5%	19.5%	19.3%	19.2%	19.1%
净资产收益率(%)	16.7%	16.0%	16.2%	16.3%	16.6%

资料来源: 公司年报 (2017-2018), 海通证券研究所
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PS (倍)	PB (倍)
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2019E	2019E
002375.SZ	亚厦股份	73.43	0.28	0.32	0.38	19.57	17.31	14.60	0.70	0.89
002713.SZ	东易日盛	30.21	0.61	0.65	0.74	11.80	11.04	9.75	0.65	2.27
	均值		0.45	0.48	0.56	15.69	14.18	12.17	0.67	1.58

注: 收盘价为 2019 年 10 月 25 日价格, EPS 为 wind 一致预期
资料来源: Wind, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	25089	30113	36176	43496
每股收益	0.79	0.92	1.06	1.23	营业成本	20194	24288	29233	35206
每股净资产	4.94	5.65	6.48	7.44	毛利率%	19.5%	19.3%	19.2%	19.1%
每股经营现金流	0.62	0.38	0.47	0.50	营业税金及附加	86	111	129	158
每股股利	0.00	0.20	0.23	0.26	营业税金率%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
价值评估 (倍)					营业费用	676	784	952	1141
P/E	10.21	9.00	7.82	6.69	营业费用率%	2.7%	2.6%	2.6%	2.6%
P/B	1.64	1.46	1.28	1.11	管理费用	897	1077	1294	1556
P/S	0.88	0.73	0.61	0.51	管理费用率%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%
EV/EBITDA	7.43	6.44	5.28	4.30	EBIT	2516	2981	3520	4176
股息率%	0.0%	2.4%	2.8%	3.2%	财务费用	52	43	74	69
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%
毛利率	19.5%	19.3%	19.2%	19.1%	资产减值损失	47	75	123	209
净利润率	8.5%	8.2%	7.8%	7.6%	投资收益	99	99	99	99
净资产收益率	16.0%	16.2%	16.3%	16.6%	营业利润	2541	2978	3438	4015
资产回报率	6.4%	6.6%	6.5%	6.5%	营业外收支	0	2	1	1
投资回报率	20.2%	20.9%	21.8%	22.6%	利润总额	2541	2979	3439	4016
盈利增长 (%)					EBITDA	2662	3055	3588	4237
营业收入增长率	19.5%	20.0%	20.1%	20.2%	所得税	369	468	547	639
EBIT 增长率	11.9%	18.5%	18.1%	18.6%	有效所得税率%	14.5%	15.7%	15.9%	15.9%
净利润增长率	10.7%	15.6%	15.2%	16.8%	少数股东损益	48	56	64	75
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	2123	2455	2828	3302
资产负债率	59.1%	58.1%	58.9%	59.4%					
流动比率	1.5	1.5	1.6	1.6	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	1.5	1.5	1.5	1.5	货币资金	3069	4216	5065	5608
现金比率	0.2	0.2	0.2	0.2	应收账款及应收票据	22497	25081	30428	36942
经营效率指标					存货	183	231	286	339
应收账款周转天数	302.8	304.0	307.0	310.0	其它流动资产	3275	3389	3555	3723
存货周转天数	3.4	3.5	3.6	3.5	流动资产合计	29025	32917	39333	46612
总资产周转率	0.8	0.9	0.9	0.9	长期股权投资	29	29	29	29
固定资产周转率	27.4	38.1	55.5	84.2	固定资产	861	719	583	450
					在建工程	53	73	95	117
					无形资产	111	102	91	78
					非流动资产合计	4279	4148	4023	3899
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	33304	37065	43356	50511
净利润	2123	2455	2828	3302	短期借款	695	1303	1433	1270
少数股东损益	48	56	64	75	应付票据及应付账款	15062	15970	19222	23149
非现金支出	193	149	190	270	预收账款	728	802	991	1192
非经营收益	-78	-46	-6	-8	其它流动负债	2980	3211	3655	4174
营运资金变动	-637	-1608	-1805	-2295	流动负债合计	19465	21285	25301	29786
经营活动现金流	1649	1006	1271	1344	长期借款	229	229	229	229
资产	-206	66	61	68	其它长期负债	3	3	3	3
投资	-466	0	0	0	非流动负债合计	233	233	233	233
其他	145	99	99	99	负债总计	19698	21518	25533	30019
投资活动现金流	-527	165	160	166	实收资本	2676	2676	2676	2676
债权募资	-439	607	131	-163	普通股股东权益	13233	15119	17331	19925
股权募资	210	0	0	0	少数股东权益	372	428	492	567
其他	-509	-631	-713	-804	负债和所有者权益合计	33304	37065	43356	50511
融资活动现金流	-738	-24	-582	-967					
现金净流量	384	1146	849	543					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 25 日

资料来源: 公司年报 (2018), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

杜市伟 建筑工程行业
李富华 建筑工程行业
张欣劼 建筑工程行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 中国巨石,西部水泥,鲁阳节能,中设集团,中材国际,中国建筑,三棵树,龙元建设,华新水泥,隧道股份,祁连山,冀东水泥,伟星新材,岭南股份,中国中铁,科顺股份,海螺水泥,东方雨虹,中材科技,文科园林,再升科技,中钢国际,北新建材,凯伦股份,信义玻璃,中国交建,金螳螂,华润水泥控股,中国化学,苏交科

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现作为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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客户。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。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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,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。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。