

公司研究/公告点评

2017年04月07日

建筑/建筑装饰 II

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元): 17.44
合理价格区间(元): 20.70~24.15

鲍荣富 执业证书编号: S0570515120002
研究员 021-28972085
baorongfu@htsc.com

黄骥 执业证书编号: S0570516030001
研究员 021-28972066
huangji@htsc.com

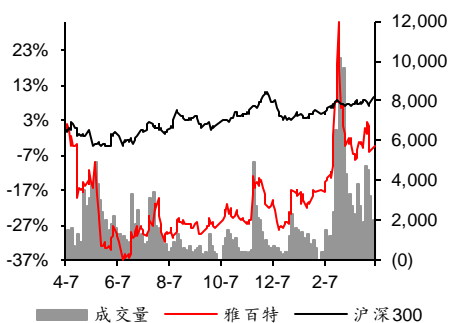
王德彬 执业证书编号: S0570516090001
研究员 010-56793964
wangdebing@htsc.com

方晏荷 021-28972059
联系人 fangyanhe@htsc.com

相关研究

- 1 《雅百特(002323):盈利能力环比改善,期待四季度高增长》2016.10
- 2 《雅百特(002323):金属屋面和光伏齐发力,助推高增长》2016.08
- 3 《雅百特(002323):定增布局智能建筑和光伏,开启高增长之路》2016.03

股价走势图



资料来源: Wind

定增终止影响有限, 高增长望持续

雅百特(002323)

4月5日晚公司公告终止定增, 对公司总体影响有限

公司4月5日晚发布公告, 称由于融资环境与公司经营需要发生变化, 决定终止去年3月开始的定增事项, 原定增事项拟通过发行不超过8000万股普通股融资不超过7亿元, 发行底价8.73元。我们认为公司终止定增可能与再融资新规对上市公司定增的时间间隔要求进一步严格有关, 公司经过综合考虑未来融资需求, 决定终止本次定增。公司目前融资渠道较多, 3月初发布了非公开发行债券的预案, 且公司未来大概率满足发行可转债条件, 因此我们认为本次定增终止对公司总体影响有限。

公司主营业务行业景气度高, 未来高增长可持续

公司2月末发布16年业绩快报, 2016年实现营收20.33亿元, YoY+119.64%, 归母净利润YoY3.90亿元, YoY+46.47%, 符合我们的预期, 公司2015年借壳上市以来已连续两年高增长且超额完成业绩承诺。近年来随着国内机场、车站和体育场馆等公共空间建设速度加快, 公司主营业务金属围护结构工程行业景气度维持较高水平, 2016H1新签金属屋面工程12个, 待开工7个, 2017年2月中标北京新机场屋面工程, 合同额2.13亿元, 超过16年收入的10%, 标杆性项目的中标再次巩固了公司行业龙头的地位, 行业高景气和公司领先优势共同作用下, 我们认为公司未来高增长可持续。

轻资产模式助公司高盈利, 收购上海中巍设计优势向上游延伸

公司采取轻资产运营模式, 注重技术创新与项目管理, 自身不设立生产基地, 材料加工与现场施工人员采取外包模式。外包模式造就了公司技术创新的盈利模式, 过去两年ROE均超40%, 各子业务毛利率均在20%以上, 净利率维持在20%左右, 大幅领先竞争对手。公司承接项目技术难度大, 技术优势在行业内具有一定壁垒, 收购中巍设计90%股权以后, 公司设计理念和设计方法再获提高, 屋面工程设计优势有望向整个建筑设计领域扩展, 产业链有望向上延伸。

“一带一路”市场取得突破, 海外业务增长可期

公司16年上半年承接哈萨克斯坦多个世博会建设项目, 10月公司孙公司深圳三义建筑设立马来西亚子公司, 加大了东南亚地区项目的推进力度, 积极参与马来西亚新都市建设。我们认为公司的技术优势在海外工程中将更加凸显, 世博会项目对公司树立海外品牌形象具有积极效应, 未来公司海外业务增长值得期待。

股价压制因素消除, 未来高增长可期, 维持“买入”评级

目前公司各项业务均良性发展, 17年很有可能继续超额完成业绩承诺, 未来高增长大概率持续。定增终止对公司融资影响有限, 公司定增预案公布后股价上涨较多, 终止定增有助于短期股价压制因素的消除。预计公司2016-18年EPS0.52/0.69/0.88元, CAGR35%, 认可给予17年30-35倍PE, 对应价格区间20.7-24.15元, 维持“买入”评级。

风险提示: 公司项目推进不及预期, 公共设施投资增速下降。

公司基本资料

总股本(百万股)	745.73
流通A股(百万股)	261.39
52周内股价区间(元)	11.48-56.01
总市值(百万元)	13,006
总资产(百万元)	1,794
每股净资产(元)	1.01

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

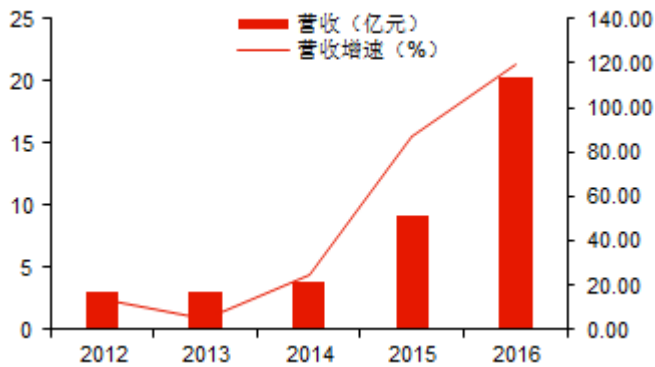
会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	495.61	925.64	1,673	2,274	3,031
+/-%	230.56	86.77	80.70	35.95	33.28
净利润(百万元)	105.90	266.19	402.65	512.19	650.74
+/-%	426.80	151.37	51.26	27.21	27.05
EPS(元, 最新摊薄)	0.14	0.36	0.54	0.69	0.87
PE(倍)	120.56	47.96	31.71	24.93	19.62

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

公司近期财务状况

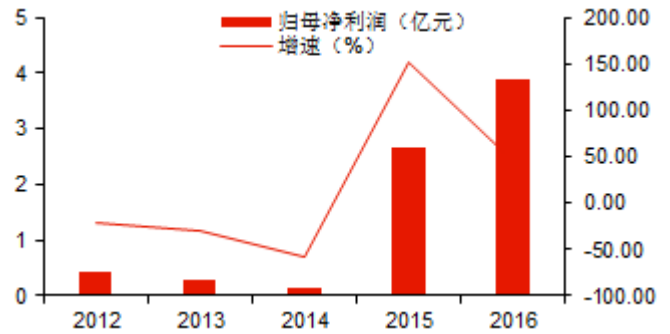
公司 2015 年实现借壳以来，营收和归母净利润连续两年保持了较高增长，根据公司业绩快报，2016 年公司营收增速接近 120%。借壳以后由于公司业务发生变化，资产负债率和收现比与原先有较大不同，2016Q3 收现比较差与季节性有关，年报中收现比预计相比 Q3 会有一定提升。我们判断 2016Q3 公司毛利率与净利率相比 2015 年有一定下降可能与公司业务在快速扩张过程中费用增速较快有关。

图表 1: 公司营收 (左) 与营收增速



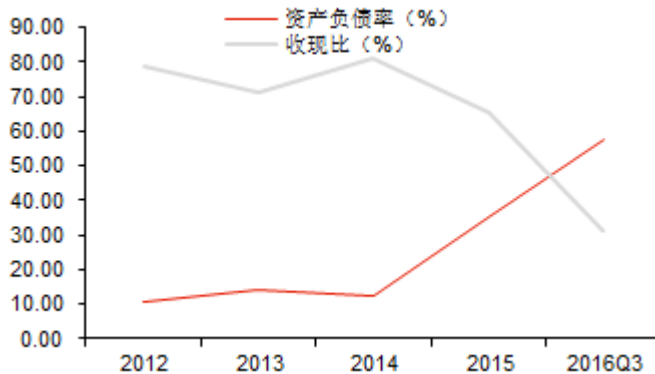
资料来源: 华泰证券研究所

图表 2: 公司归母净利润 (左) 与增速



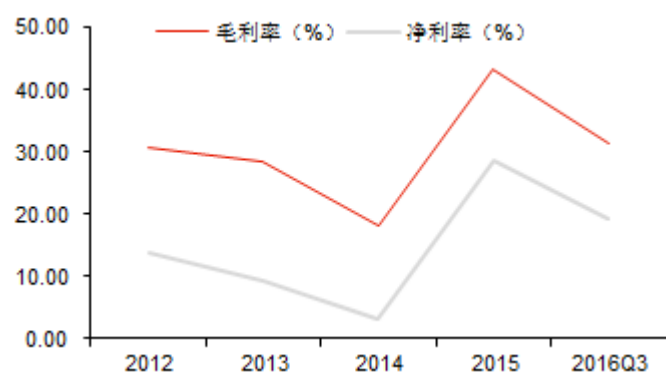
资料来源: 华泰证券研究所

图表 3: 公司资产负债率与收现比



资料来源: 华泰证券研究所

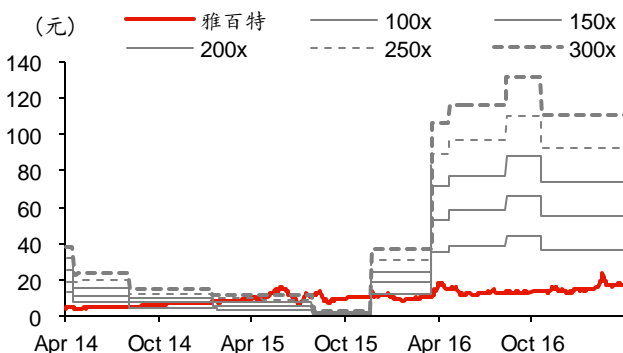
图表 4: 公司毛利率与净利率



资料来源: 华泰证券研究所

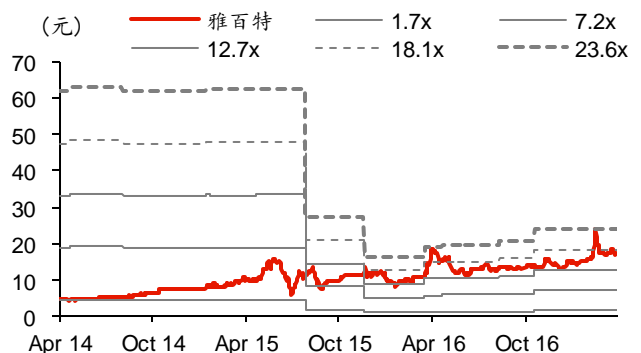
PE/PB - Bands

图表 5: 雅百特历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表 6: 雅百特历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	459.96	900.23	1,663	2,422	3,317
现金	60.64	112.72	304.08	440.13	636.68
应收账款	38.32	182.20	150.53	306.96	409.12
其他应收账款	15.59	16.56	29.92	40.67	54.21
预付账款	4.91	14.56	29.19	40.51	54.97
存货	340.51	563.14	1,129	1,567	2,126
其他流动资产	0.00	11.05	19.96	27.14	36.17
非流动资产	14.09	41.25	82.19	117.61	152.68
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产投资	11.30	11.88	19.56	35.19	52.74
无形资产	0.03	0.54	0.98	1.42	1.85
其他非流动资产	2.77	28.84	61.65	81.00	98.08
资产总计	474.05	941.48	1,745	2,540	3,470
流动负债	176.75	331.47	616.81	918.71	1,223
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	121.94	194.26	421.31	657.72	892.50
其他流动负债	54.80	137.21	195.51	260.99	330.45
非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	176.75	331.47	616.81	918.71	1,223
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	68.16	120.17	745.73	745.73	745.73
资本公积	96.84	90.61	(406.55)	(406.55)	(406.55)
留存公积	124.27	390.46	788.90	1,282	1,908
归属母公司股	297.30	610.01	1,128	1,621	2,247
负债和股东权益	474.05	941.48	1,745	2,540	3,470

现金流量表

会计年度(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金	(66.55)	30.07	84.47	180.26	245.90
净利润	105.90	266.19	402.65	512.19	650.74
折旧摊销	3.59	3.43	2.57	4.65	7.75
财务费用	(0.12)	0.94	(12.16)	(5.75)	(6.30)
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(177.13)	(246.51)	(313.22)	(348.21)	(417.64)
其他经营现金	1.21	6.02	4.63	17.38	11.35
投资活动现金	(4.96)	(6.89)	(20.70)	(30.72)	(30.73)
资本支出	8.13	6.89	20.00	30.00	30.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	3.17	0.00	(0.70)	(0.72)	(0.73)
筹资活动现金	130.00	24.78	127.58	(13.48)	(18.62)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	33.16	52.01	625.56	0.00	0.00
资本公积增加	86.84	(6.23)	(497.15)	0.00	0.00
其他筹资现金	10.00	(21.00)	(0.82)	(13.48)	(18.62)
现金净增加额	58.49	48.28	191.36	136.05	196.55

利润表

会计年度(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	495.61	925.64	1,673	2,274	3,031
营业成本	303.59	525.36	1,053	1,462	1,983
营业税金及附加	11.89	4.45	8.04	10.92	14.56
营业费用	2.16	15.20	27.47	37.34	49.77
管理费用	35.40	66.10	119.43	162.36	216.40
财务费用	(0.12)	0.94	(12.16)	(5.75)	(6.30)
资产减值损失	0.54	7.99	7.99	7.99	7.99
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	142.14	305.61	468.54	599.34	764.77
营业外收入	0.21	12.36	12.36	12.36	12.36
营业外支出	0.10	0.14	0.14	0.14	0.14
利润总额	142.25	317.84	480.77	611.56	776.99
所得税	36.35	51.65	78.12	99.37	126.25
净利润	105.90	266.19	402.65	512.19	650.74
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	105.90	266.19	402.65	512.19	650.74
EBITDA	145.61	309.98	458.96	598.23	766.22
EPS(元)	0.29	0.74	1.12	1.42	1.81

主要财务比率

会计年度(%)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	230.56	86.77	80.70	35.95	33.28
营业利润	412.41	115.00	53.31	27.92	27.60
归属母公司净利润	426.80	151.37	51.26	27.21	27.05
获利能力(%)					
毛利率	38.74	43.24	37.03	35.72	34.55
净利率	21.37	28.76	24.07	22.53	21.47
ROE	35.62	43.64	35.69	31.60	28.96
ROIC	44.74	53.51	46.09	41.58	38.81
偿债能力					
资产负债率(%)	37.28	35.21	35.35	36.17	35.25
净负债比率(%)	0	0	0	0	0
流动比率	2.60	2.72	2.70	2.64	2.71
速动比率	0.68	1.02	0.87	0.93	0.97
营运能力					
总资产周转率	1.44	1.31	1.25	1.06	1.01
应收账款周转率	7.96	7.04	9.25	8.95	7.62
应付账款周转率	3.70	3.32	3.42	2.71	2.56
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.14	0.36	0.54	0.69	0.87
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.09)	0.04	0.11	0.24	0.33
每股净资产(最新摊薄)	0.40	0.82	1.51	2.17	3.01
估值比率					
PE(倍)	120.56	47.96	31.71	24.93	19.62
PB(倍)	42.94	20.93	11.32	7.88	5.68
EV_EBITDA(倍)	86.76	40.76	27.53	21.12	16.49

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。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，本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或征价。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，本公司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。

本公司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，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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

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力。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。

本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：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（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

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

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

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

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 1063211166/传真：86 1063211275

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