

订单充沛、推进无虞，业绩增长、结构优化

——元成股份（603388）2018 三季度报点评

2018 年 10 月 30 日

推荐/维持

元成股份

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031
王翩翩	研究助理	执业证书编号：S1480118050024
	wangpp@dxzq.net.cn	010-66554039

事件：

公司于 2018.10.30 发布 2018 三季度报。2018 年前三季度公司实现营业收入 7.78 亿元，同比增加 52.65%；实现归母净利润 0.85 亿元，同比增加 55.52%；实现扣非归母净利润 0.84 亿，同比增加 56.65%。其中 Q3 实现营业收入 3.19 亿，同增 48.91%；实现归母净利润 0.35 亿，同增 44.37%。

表 1：公司分季度财务数据

指标	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营业收入（百万元）	70.33	225.01	214.03	332.52	137.32	321.53	318.7
增长率（%）	124.10%	26.66%	92.90%	47.44%	95.25%	42.90%	48.91%
毛利率（%）	25.46%	24.01%	25.12%	23.43%	26.75%	27.17%	23.43%
期间费用率（%）	-	-	-	-	-	11.69%	10.62%
营业利润率（%）	3.72%	14.45%	13.26%	13.35%	4.83%	16.27%	12.96%
净利润（百万元）	2.50	28.01	24.32	36.95	5.26	44.91	35.11
增长率（%）	-150.66%	39.75%	203.00%	23.62%	110.89%	60.34%	44.33%
每股盈利（季度，元）	0.02	0.28	0.12	0.18	0.03	0.22	0.17
资产负债率（%）	37.86%	38.54%	43.75%	52.50%	57.91%	61.06%	63.34%
净资产收益率（%）	0.37%	3.94%	3.31%	4.77%	0.67%	5.52%	4.00%
总资产收益率（%）	0.23%	2.42%	1.86%	2.27%	0.28%	2.15%	1.47%

资料来源：公司公告、东兴证券

观点：

- ◆ 上市加速拿单转型，高弹性业绩增长符合预期。公司于 2017 年 3 月 IPO 后借势加快拿单、加速纵向一体化转型，2017 累计新签订单 17.1 亿对应当期收入比约 2 倍，较上市前提升显著，进入 2018 以来拿单进一步加速，前三季度累计新签 28.5 亿，同比增长 97%，对应当期收入比约 3.7 倍。当前在手 PPP 项目共计 5 个、投资额合计 28.1 亿，项目建设期均在 2-3 年，有力支撑未来业绩。我们认为公司 PPP 项目资本金累计静态投入仅 2.2 亿，分期认缴后剩余认缴额比例较低，相关项目有政府专项资金及当地银行长期贷款匹配，故资金端承压有限，且公司报告期末资产负债率 63%，较业内标杆企业仍有较大空间。订单储备充裕、推进无虞，推动核心业务高速增长，2018 年前三季度实现营收/归母分别同增

53%/56%:
表 2: 公司承接 PPP 项目情况

序号	签订日期	项目名称	合同额 / 亿	SPV 注册资本 本金比例	公司出资比例	建设期 / 年
1	2018/8/22	菏泽市牡丹区七里河人工湿地工程项目	1.5	20%	95%	2
2	2018/6/22	黄骅市现代农业 (渔业) 示范园露天虾池基础设施项目	5.2	20%	80%	3
3	2018/4/13	仓颉庙中华上古文化园 (一期) 项目	15.8	3%	90%	3
4	2017/12/30	资溪县 (嵩市) 有机农业科技示范项目建设工程项目	2.1	24%	27%	2
5	2017/7/25	景德镇高新区环境提升改造工程项目	3.5	28%	90%	2.5
		合计	28.1	9%	84%	

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

- ◆ **毛利率和期间费率均有提高, 整体盈利水平稳中有升。**前三季度毛利率 25.57%, 同增 0.9 个 pct, 销售/管理/财务费率为 0.48%/9.54%/2.61%, 分别变化 0.48 个/-1.75 个/1.43 个 pct, 合计期间费率 12.63%, 同增 0.16 个 pct。判断毛利率提升主因是公司承接 PPP 及 EPC 承包业务增多, 提高工程毛利率, 同时重新调整细分会计科目后部分营业成本转入销售费用。期间费率提升主因是重新细分会计科目致销售费率从上年同期 0% 增加到报告期内 0.48%, 另外随着 PPP/EPC 业务增加, 垫资资金需求增加, 贷款增加致财务费增加。净利率 10.97% 同增 0.21 个 pct, 稳中有升;
- ◆ **收付现比同步下降, 经营及投资现金流流出加大。**前三季度付现比分别为 44.89%/71.08%, 分别同减 22.3 个/34.3 个 pct, 经营现金流净流出 1.71 亿, 同增 17%, 系工程项目施工阶段垫资所致。投资现金流净流出 2.2 亿, 同增 172%, 主要系投资项目、购买写字楼及购买子公司所致。筹资现金流净额 4.22 亿, 同增 23%, 系业务扩大, 新增借款所致;

结论:

公司自 IPO 以来加速拿单转型, 订单储备充沛推动报告期内营收/归母分别实现同增 53%/56%, 且对未来业绩高增长形成有力支撑。业务结构优化致毛利率和整体盈利水平均有所提升, 业务特征致经营及投资现金流流出加大。我们预计公司 2018 年-2020 年营业收入分别为 12.75 亿元、18.5 亿元和 24.09 亿元; 每股收益分别为 0.67 元、0.9 元和 1.16 元, 对应 PE 分别为 14.6X、11X 和 8.5X, 维持“推荐”评级。

风险提示: 基建及地产投资波动风险、财务风险、市场竞争风险

表 3: 公司财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	545.51	841.89	1,275.16	1,850.38	2,409.25
增长率 (%)	22.99%	54.33%	51.46%	45.11%	30.20%
净利润 (百万元)	53.04	91.78	139.10	185.59	238.65
增长率 (%)	8.56%	73.05%	51.55%	33.42%	28.59%
净资产收益率 (%)	12.90%	11.86%	14.55%	16.57%	17.91%
每股收益 (元)	0.71	0.47	0.67	0.90	1.16
PE	13.87	20.96	14.62	10.96	8.52
PB	1.80	2.62	2.13	1.82	1.53

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

表 4: 公司主营业务分析

单位: 亿	本报告期	上年同期	同比增长%	变动原因
营业收入	7.78	5.09	52.65	主要系工程订单增加, 施工项目收入增加所致
营业成本	5.79	3.84	50.85	项目收入增加, 同时成本增加
销售费用	0.04	0.00		系本期拆分出原并入管理费用中的销售费用
财务费用	0.20	0.06	236.09	主要系借款规模增长所致
资产减值损失	0.01	-0.02	-	主要系应收账款增加所致
应收票据	0.51	0.03	1485.02	主要系商业承兑方式收款增加
其他应收款	0.49	0.36	34.84	主要系其他公司间往来增加
存货	14.95	10.47	42.8	主要系公司业务扩大, 工程项目规模增加和募投项目投入
其他流动资产	0.21	0.14	51.66	主要系可抵扣的进项税额增加
长期应收款	1.83	0.62	195.03	主要系 PPP 项目公司提供工程建设服务的应收款增加
长期股权投资	0.33	0.16	108.25	主要系对合并范围外的 PPP 项目公司投资增加
固定资产	0.89	0.43	106.46	主要系购买写字楼所致
长期待摊费用	0.08	0.03	150.54	主要系写字楼装修增加
递延所得税资产	0.03	0.02	49.04	主要系限制性股票成本摊销增加所致
短期借款	4.86	2.44	99.44	主要系业务扩大, 新增借款所致
应付账款	6.01	4.03	49.27	主要系业务扩大, 新增贷款所致
其他流动负债	1.10	0.68	60.9	主要系待转销项税额增加
长期借款	1.85	0.00		主要系业务扩大, 新增长期借款所致
长期应付款	0.13	0.24	-45.71	应付股权投资款减少
预计负债	0.02	0.04	-50.84	预计养护费用减少所致
少数股东权益	0.42	0.00		主要系 PPP 项目公司少数股权权益增加所致
经营活动产生的现金流量净额	-1.71	-1.46	-17.22	主要系工程项目施工阶段垫资所致
投资活动产生的现金流量净额	-2.20	-0.81	-171.83	主要系投资项目、购买写字楼及购买子公司所致
筹资活动产生的现金流量净额	4.22	3.43	23.08	主要系业务扩大, 新增借款所致

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

表 5: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	776	1346	2005	2906	3790	营业收入	546	842	1275	1850	2409
货币资金	60	152	231	333	434	营业成本	410	638	939	1375	1791
应收账款	94	82	125	152	198	营业税金及附加	1	1	2	4	5
其他应收款	34	36	55	80	104	营业费用	0	0	8	11	14
预付款项	2	7	12	17	27	管理费用	60	86	140	200	258
存货	568	1047	1541	2260	2944	财务费用	8	9	21	41	59
其他流动资产	3	14	23	40	56	资产减值损失	2.64	0.63	1.83	1.23	1.53
非流动资产合计	110	284	521	592	681	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	17	16	48	48	48	投资净收益	-0.11	0.40	0.23	0.07	0.07
固定资产	31	43	88	142	207	营业利润	63	108	163	218	281
无形资产	0	0	0	0	0	营业外收入	0.53	0.36	1.39	0.76	0.84
其他非流动资产	5	5	5	5	5	营业外支出	0.17	0.02	0.14	0.11	0.09
资产总计	885	1630	2526	3498	4471	利润总额	63	108	164	219	281
流动负债合计	471	827	1239	1900	2438	所得税	10	16	25	33	43
短期借款	134	244	429	760	932	净利润	53	92	139	186	239
应付账款	286	403	660	1017	1374	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	2	3	6	0	0	归属母公司净利润	53	92	139	186	239
一年内到期的非流	0	10	10	6	8	EBITDA	145	125	189	265	347
非流动负债合计	3	29	331	478	701	EPS (元)	0.71	0.47	0.67	0.90	1.16
长期借款	0	0	300	450	675	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
负债合计	474	856	1570	2378	3139	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	22.99%	54.33%	51.46%	45.11%	30.20%
实收资本(或股本)	75	206	207	207	207	营业利润增长	12.29%	71.31%	50.87%	34.05%	28.63%
资本公积	117	316	316	316	316	归属于母公司净利润	8.56%	73.05%	51.55%	33.42%	28.59%
未分配利润	197	279	350	444	568	获利能力					
归属母公司股东权益	411	774	956	1120	1332	毛利率(%)	24.82%	24.19%	26.34%	25.68%	25.66%
负债和所有者权益	885	1630	2526	3498	4471	净利率(%)	9.72%	10.90%	10.91%	10.03%	9.91%
现金流量表						单位: 百万元					
						总资产净利润(%)	1.50%	5.99%	5.63%	5.51%	5.31%
						ROE(%)	12.90%	11.86%	14.55%	16.57%	17.91%
经营活动现金流	11	-199	-220	-210	-118	偿债能力					
净利润	53	92	139	186	239	资产负债率(%)	54%	53%	62%	68%	70%
折旧摊销	74	8	9	6	7	流动比率	1.65	1.63	1.62	1.53	1.55
财务费用	8	9	21	41	59	速动比率	0.44	0.36	0.37	0.34	0.35
应付帐款的变化	0	0	-42	-27	-46	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	4	-7	0	总资产周转率	0.66	0.67	0.61	0.61	0.60
投资活动现金流	-12	-138	-237	-81	-97	应收账款周转率	7	10	12	13	14
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	2.03	2.45	2.40	2.21	2.02
长期股权投资减少	0	0	-170	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.71	0.47	0.67	0.90	1.16
筹资活动现金流	11	428	536	392	315	每股净现金流(最新摊)	0.13	0.44	0.38	0.49	0.49
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	5.48	3.76	4.63	5.42	6.45
长期借款增加	0	0	300	150	225	估值比率					
普通股增加	0	131	1	0	0	P/E	13.87	20.96	14.62	10.96	8.52
资本公积增加	0	199	0	0	0	P/B	1.80	2.62	2.13	1.82	1.53
现金净增加额	10	91	78	102	101	EV/EBITDA	5.61	17.05	13.42	11.00	9.27

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑闽钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

王翩翩

建筑行业研究员。清华大学土木工程硕士，曾任职于正荣地产、Hilti Group，2018 年加入东兴证券研究所，从事建筑行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。