

2023年02月16日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

低估值建筑设计龙头，效率提升拐点将至

—华建集团（600629.SH）公司动态研究报告

买入（首次）

投资要点

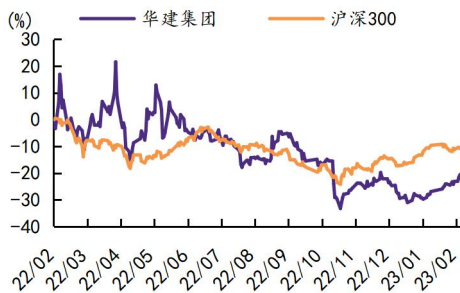
分析师：黄俊伟 S1050522060002
huangjw@cfsc.com.cn
联系人：华潇 S1050122110013
huaxiao@cfsc.com.cn

基本数据

2023-02-15

当前股价（元）	5.5
总市值（亿元）	53
总股本（百万股）	971
流通股本（百万股）	938
52周价格范围（元）	4.2-9.35
日均成交额（百万元）	62.18

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

■ 新签项目额短期承压，Q3 业绩环比高增

公司是国内建筑设计领域传统龙头企业之一，在英国权威建筑杂志《BuildingDesign》2021世界建筑设计公司100强榜单（WA100）中公司在大陆排名为第一名。2022年Q1-Q3公司的毛利率分别为22.49%/27.97%/21.91%，净利率分别为6.04%/4.88%/5.39%。2022年上半年，公司在工程设计、工程承包、工程技术管理服务等业务营收分别为18.46/7.13/2.97亿元，同比下降8.08%/56.62%/18.89%，毛利率分别为31.77%/3.55%/33.16%，其中工程承包业务毛利率下滑明显，主要受上海疫情影响较大。

2022年，公司新签合同额119.35亿元，同比下降5.44%。其中，工程设计业务61.97亿元，同比下降3.77%；工程技术管理服务9.75亿元，同比下降4.12%；工程承包业务45.73亿元，同比下降8.47%。大合同新签金额71.66亿元，占比60.04%，其中设计咨询业务40.76亿元，占比56.88%；工程承包业务30.90亿元，占比43.12%。订单区域分布在上海、海口、西安、湖南等地，上海地区订单占比较高。公司各业务方向新签合同额皆出现小幅同比下滑，主要原因系疫情影响导致建设项目进度延缓及房地产总体需求收缩。

2022年下半年新签合同金额72.39亿元，环比增加54.15%，同比增加14.74%；2022年三季度，公司实现营收20.86亿元，环比增加60.93%。疫情结束后公司业务出现快速反弹。

■ 短期看“填补增长缺口”，长期集中度提升拐点可期

短期来看，在疫情管控放松、房地产基本面探底复苏、基建稳增长的重重助力下，公司有望“填补”2022年的“增长缺口”。

长期来看，我国工程咨询行业仍旧处于集中度提升大趋势中：2021年，我国工程设计咨询行业市场规模达11400亿元，同比增长6.4%，公司作为龙头企业市占率仅0.40%。

我们认为人均生产效率是制约工程咨询企业市占率提升的主要因素。根据申万工程咨询行业分类，2021年工程咨询行业平均人均创收为72.1万元，人均薪酬为23.8万元，人均创利为7.9万元。人员的规模不经济效应导致设计龙头企业主动提升市占率意愿较低，我们认为未来随着公司经营管理效率提高及生产技术的变革，公司市占率提升或进入拐点期。

■ 股权激励彰显信心，央企价格重估提升公司积极性

公司于2022年1月29日发布限制性股票激励计划公告，本计划授予的激励对象为公司董事、高级管理人员以及其他管理和技术骨干人员，共计102人。根据公司股权激励办法，若公司未来三年皆达成业绩考核目标，2023-2025年公司净利润年复合增长率将达到16.16%。

2022年12月，上交所制定了新一轮《中央企业综合服务三年行动计划》，指出将继续着眼于服务推动央企估值回归合理水平。目前国有上市公司的估值普遍偏低，公司的PE/PB分位数分别位于公司借壳上市以来的30.61%/9.08%，位于历史低位。央企估值重塑的背景下，公司积极性有望得到提升。

■ 积极布局建筑信息化领域，打造第二成长曲线

公司于2017年5月正式创立子公司华建数创，以开拓第二曲线布局建筑信息化领域，是公司“十四五”期间重点打造的信息化转型企业。

华建数创主营业务主要包括数字化咨询、BIM咨询、CIM咨询及智慧建筑领域等。其核心产品ArcOS通过多源异构数据时空关联，以公司储有的建筑数据作为其核心驱动力，是建筑领域领先的智能操作系统。同时，公司也积极发展大数据、人工智能、虚拟现实技术，并与微软、华为等科技公司进行战略合作。

2018-2021年，华建数创营业收入从1438万元增长至7833万元，四年CAGR达52.8%，公司发展速度迅速。我们认为未来伴随建筑行业数字化转型加速，公司将持续受益于华建数创过去数年的技术及数据资源积累，其有望成为公司未来发展的第二成长曲线。

■ 低估值安全边际高

1) 从PE来看，当前A股工程设计企业平均PE 26.53x，公司2023年PE仅17.0x，显著低于可比公司估值；2) 从PB来看，当前A股工程设计企业平均PB 2.04x，公司2023年PB仅1.4x，显著低于可比公司估值；3) 从资产估值角度：公司经营活动现金流长期净流入，2018-2021年，公司的经营活动现金流净额分别为4.21/12.16/7.81亿元，2022年Q3账面现金可认为是自由现金流，此外公司持有物业价值约19亿元，账面现金+物业为48.9亿元；4) 从财务安全性角度，截至2022年Q3公司扣除合同负债后资产负债率为56.32%，2021年上海地区营收占比57.87%，其应收账款真实减值损失风险小。

■ 盈利预测

预测公司2022-2024年收入分别为86.69、95.38、102.15亿元，EPS分别为0.32、0.40、0.45元，当前股价对应PE分别为17.0、13.6、12.3倍，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

(1) 应收账款回款风险；(2) 基建投资不及预期；(3) 新业务拓展不及预期。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营业务收入 (百万元)	9,055	8,669	9,538	10,215
增长率 (%)	5.1%	-4.3%	10.0%	7.1%
归母净利润 (百万元)	328	314	392	434
增长率 (%)	88.4%	-4.3%	24.8%	10.8%
摊薄每股收益 (元)	0.52	0.32	0.40	0.45
ROE (%)	9.1%	8.0%	9.1%	9.2%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产:				
现金及现金等价物	2,716	2,211	2,598	3,056
应收款	2,908	2,736	2,958	3,112
存货	2,593	2,502	2,742	2,933
其他流动资产	1,817	1,743	1,909	2,038
流动资产合计	10,034	9,193	10,208	11,139
非流动资产:				
金融类资产	91	91	91	91
固定资产	1,007	943	891	836
在建工程	5	19	7	3
无形资产	69	71	73	74
长期股权投资	459	461	461	461
其他非流动资产	1,851	1,851	1,851	1,851
非流动资产合计	3,392	3,345	3,284	3,226
资产总计	13,426	12,538	13,492	14,365
流动负债:				
短期借款	182	206	206	206
应付账款、票据	5,224	4,088	4,481	4,792
其他流动负债	1,607	1,607	1,607	1,607
流动负债合计	8,896	7,704	8,277	8,730
非流动负债:				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	925	925	925	925
非流动负债合计	925	925	925	925
负债合计	9,820	8,628	9,202	9,654
所有者权益				
股本	59	59	59	59
股东权益	3,605	3,910	4,290	4,711
负债和所有者权益	13,426	12,538	13,492	14,365

现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	391	374	467	518
少数股东权益	63	61	76	84
折旧摊销	121	71	66	63
公允价值变动	28	28	28	28
营运资金变动	178	-880	-54	-21
经营活动现金净流量	781	-346	583	672
投资活动现金净流量	297	48	63	59
筹资活动现金净流量	-1583	-46	-87	-97
现金流量净额	-505	-344	559	634

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	9,055	8,669	9,538	10,215
营业成本	7,205	6,903	7,566	8,092
营业税金及附加	51	49	53	57
销售费用	71	68	67	72
管理费用	947	906	973	1,032
财务费用	16	11	5	3
研发费用	347	332	365	391
费用合计	1,380	1,317	1,409	1,497
资产减值损失	-127	-127	-127	-127
公允价值变动	28	28	28	28
投资收益	58	58	58	58
营业利润	399	379	488	548
加:营业外收入	63	63	63	63
减:营业外支出	2	2	2	2
利润总额	460	440	550	609
所得税费用	69	66	82	91
净利润	391	374	467	518
少数股东损益	63	61	76	84
归母净利润	328	314	392	434

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	5.1%	-4.3%	10.0%	7.1%
归母净利润增长率	88.4%	-4.3%	24.8%	10.8%
盈利能力				
毛利率	20.4%	20.4%	20.7%	20.8%
四项费用/营收	15.2%	15.2%	14.8%	14.7%
净利率	4.3%	4.3%	4.9%	5.1%
ROE	9.1%	8.0%	9.1%	9.2%
偿债能力				
资产负债率	73.1%	68.8%	68.2%	67.2%
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	3.1	3.2	3.2	3.3
存货周转率	2.8	2.8	2.8	2.8
每股数据(元/股)				
EPS	0.52	0.32	0.40	0.45
P/E	10.6	17.0	13.6	12.3
P/S	0.4	0.6	0.6	0.5
P/B	1.1	1.5	1.4	1.3

■ 建筑建材组介绍

黄俊伟：同济大学土木工程学士&复旦大学金融学硕士，超过5年建筑建材行业研究经验和3年建筑建材实业从业经验。

华潇：复旦大学金融学硕士。研究方向为建筑建材及新材料方向。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准

确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券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。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。