

围海股份 (002586)
强烈推荐
行业：水利工程

15年净利下滑符合预期,坚持16年业绩爆发观点,维持强烈推荐评级

公告概要：1、营收同比上升 3.17%，至 18.91 亿元。2、营业利润同比下滑 40.07%，至 0.86 亿元。净利同比下滑 41.38%，至 5980 万。

作者
署名人：李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@china-invs.cn

参与人：焦俊

S0960115030023

0755-82023444

jiaojun@china-invs.cn

点评：

✧ **业绩完全符合我们之前预期。2015 年造成净利大幅下滑的原因是高毛利率的 BT 项目转结收入减少。**2016 年高毛利 BT 项目转结收入大幅增加，对净利有很大提升。维持 2016 年净利在 1.86 亿元之上的判断，维持强烈推荐评级。

✧ **此次净利的大幅下滑是由于营收结构的改变，并无坏账爆发。**公司的应收账款对手方多为地方政府以及地方政府直接融资平台，回款质量相对较好。参考过往公司应收账款转回情况，坏账风险总体可控。

✧ **2016 年在手订单充足，高毛利率 BT 业务确认支撑起，营收维持高速增长。**2016 即将执行订单总额为 19.22 亿，BT 项目回款 4.71 亿元。预计 2016 年全年营收 26.22 亿元，净利 1.86 亿元同比增长 210%。

✧ **关注公司跨界布局的动向：环保（九水生态）以及泛文化产业（乐卓网络）。**九水生态公司已经控股并表，目前尚未产生收入。而乐卓网络由围海控股参股，未来不排除并入上市公司的可能性。

✧ **2015/2016/2017 年公司归母净利润分别为 0.6/1.86/2.63 亿元，未来两年复合增长率为 100%。**考虑到 2015 年净利受到 BT 业务转回时点影响，平滑业绩后为 1 亿左右，两年复合增长率为 62%。考虑到未来主营的较快增长以及转型预期，给予 2016 年动态 PE50 倍估值，合理估值 93 亿，目标价 12.77。

✧ **风险提示：**营收不达预期，坏账超预期计提。

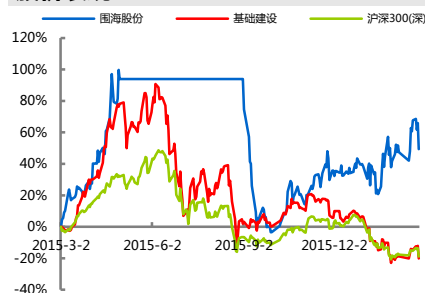
6 - 12 个月目标价： 12.77

当前股价： 9.23

评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	728
流通股本(百万股)	692
总市值(亿元)	67
流通市值(亿元)	64
成交量(百万股)	23.68
成交额(百万元)	222.48

股价表现

相关报告
主要财务指标

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1833	1891	2622	3540
收入同比(%)	13%	11%	38.65%	35%
归属母公司净利润	102	60	186	263
净利润同比(%)	6%	-41%	210%	42%
毛利率(%)	17.9%	13.4%	18.0%	18.5%
ROE(%)	6.6%	3.8%	8.9%	11.2%
每股收益(元)	0.14	0.08	0.26	0.36
P/E	55.31	94.00	30.36	21.42
P/B	3.63	3.57	2.71	2.41
EV/EBITDA	27	49	19	14

资料来源：中国中投证券研究总部

图 1 BT 项目清单以及预计回转款项（单位：亿元）

公告日期	工程名称	中标总额	施工 周期	回款方式	结束日期	预计回购金额
2011/10/28	舟山市金塘北部围涂工程（三）	5.22	4 年	BT，三期，建安造价 1/3 工程结束，1/3 结束一年后，1/3 结束两年后	2015 年 10 月 30 日	1.74
2015 年预计回款金额						1.74
2012/1/17	舟山六横小郭巨二期围垦工程	4.21	4 年	BT，三期，建安造价 1/3 工程结束，1/3 结束一年后，1/3 结束两年后	2016 年 1 月 17 日	1.40
2014/8/20	苍南县龙港新城产业集聚区市政配套工程 BT 项目	3.5	1.5 年	BT，七期，42 个月	2016 年 2 月 20 日	0.50
2014/8/23	温州空港新区天城围垦标准厂房（标准厂房二期）工程项目	3.21	20 个月	BT，三期，18 个月	2016 年 4 月 20 日	1.07
2016 年预计回款金额						4.71
2013/9/28	茶院溪、力洋溪、下徐溪小流域治理工程 BT	3.76	3 年	BT，支付 40%，剩余 60% 回购期支付，三期（项目完工验收后满一、二、三年后），20%/20%/20%	2016 年 8 月 24 日	0.75
2013/1/9	奉化市象山港避风锚地建设项目	8.08	4 年	BT，四期，15%/25%/30%/30%	2017 年 1 月 9 日	1.21
2015/4/30	天台县苍山产业集聚区一期开发 PPP 项目（一标）	4.71	2 年	PPP，三期，36 个月，40%、30%、30%	2017 年 4 月 30 日	1.57
2017 年预计回款金额						9.82

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 2 2016 年执行订单汇总

公告日期	工程名称	总额	施工周期	2016 年概算在手订单
2012/1/17	舟山六横小郭巨二期围垦工程	4.21	4 年	$1.5/48 \times 4 = 0.125$ 亿
2013/1/9	奉化市象山港避风锚地建设项目	8.08	4 年	$8.08/4 = 2.02$ 亿
2013/5/31	温州浅滩二期促淤堤工程	2.95	3 年	$2.95/3 = 0.98$ 亿
2013/6/27	温州瓯飞一期围垦工程 2 标段	1.7	7 年	$1.7/7 = 0.24$ 亿
2013/9/28	茶院溪、力洋溪、下徐溪小流域治理工程 BT 项目	3.76	3 年	$3.76/36 \times 10 = 1$ 亿
2013/12/24	温州大门港口物流区促淤堤工程	2.84	2.5 年	$2.84/30 \times 6 = 0.57$ 亿
2014/3/19	瑞安市丁山二期围垦区回填造地--河道、围埝工程	2.17	2.25 年	$2.17/2.25 \times 0.5 = 0.48$ 亿
2014/8/20	苍南县龙港新城产业集聚区市政配套工程 BT 项目	3.5	1.5 年	$3.5/18 \times 2 = 0.39$ 亿
2014/8/23	温州空港新区天城围垦标准厂房（二期）工程项目 BT 模式	3.21	1.67 年	$3.21/20 \times 4 = 0.642$ 亿
2014/12/19	宁海县三山涂促淤实验堤项目	3.73	4 年	$3.73/4 = 0.93$ 亿
2015/3/10	上虞市世纪新丘治江围涂工程二期	1.46	1.75 年	$1.46/1.75 = 0.83$ 亿
2015/4/30	天台县苍山产业集聚区一期开发 PPP 项目（一标）	4.71	2 年	$4.71/2 = 2.36$ 亿
2015/6/27	宁波杭州湾新区建塘江两侧围涂建设移交工程	28.6	6.5 年	$28.6/6.5 = 4.4$ 亿
2015/10/22	杭州市第二水源千岛湖配水工程施工 3 标	2.3	3 年	$2.3/3 = 0.76$ 亿
2015/12/8	扩大杭嘉湖南排工程(嘉兴部分)-长山河延伸浚工程(嘉兴段)河道整治施工 I 标	1.07	1.67 年	$1.07/1.67 = 0.64$ 亿
2015/12/15	杭州第二水源千岛湖配水工程施工 12 标	3.97	2.83 年	$3.97/2.83 = 1.4$ 亿
2016/1/8	台州湾现代农业水生态工程 PPP 项目	4.36	3 年	$4.36/3 = 1.45$ 亿
2016 当年合计执行订单总额				19.22

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	1872	1915	2409	3267
现金	733	694	869	1209
应收账款	854	936	1170	1547
其它应收款	157	163	210	290
预付账款	105	99	130	179
存货	18	16	22	30
其他	7	7	8	11
非流动资产	1546	1976	2165	2552
长期投资	0	0	0	0
固定资产	213	204	193	181
无形资产	25	25	25	25
其他	1309	1747	1947	2346
资产总计	3418	3891	4574	5819
流动负债	1490	1933	2097	3233
短期借款	408	767	745	1520
应付账款	717	837	989	1298
其他	365	329	363	415
非流动负债	314	316	319	146
长期借款	6	6	6	6
其他	308	310	313	140
负债合计	1804	2249	2416	3379
少数股东权益	58	63	76	95
股本	364	728	1044	1044
资本公积	784	419	419	419
留存收益	377	401	587	850
归属母公司股东权益	1556	1580	2082	2345
负债和股东权益	3418	3891	4574	5819

现金流量表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	-14	-285	-106	-231
净利润	111	65	199	272
折旧摊销	27	13	13	13
财务费用	42	22	32	48
投资损失	-2	-6	-12	-20
营运资金变动	-177	-391	-361	-572
其它	-16	11	22	28
投资活动现金流	-314	7	11	20
资本支出	18	0	0	0
长期投资	0	-1	1	-0
其他	-297	6	12	20
筹资活动现金流	590	240	271	505
短期借款	162	359	-23	715
长期借款	-142	0	0	0
普通股增加	59	364	316	0
资本公积增加	521	-364	0	0
其他	-11	-120	-22	-209
现金净增加额	261	-39	175	295

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1833	1891	2622	3540
营业成本	1505	1762	2150	2885
营业税金及附加	60	72	84	113
营业费用	0	0	0	0
管理费用	78	96	109	145
财务费用	42	22	32	49
资产减值损失	6	6	6	6
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	2	6	12	20
营业利润	144	83	254	361
营业外收入	7	8	15	20
营业外支出	2	3	3	5
利润总额	149	88	266	376
所得税	39	23	66	94
净利润	111	65	199	282
少数股东损益	9	5	13	19
归属母公司净利润	102	60	186	263
EBITDA	214	118	299	424
EPS (元)	0.28	0.08	0.18	0.25

主要财务比率

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	13.1%	11.0%	28.8%	35.0%
营业利润	5.1%	-42.6	206.0	42.5%
归属于母公司净利润	5.8%	-41.2	209.6	41.7%
获利能力				
毛利率	17.9%	13.4%	18.0%	18.5%
净利率	5.6%	2.9%	7.1%	7.4%
ROE	6.6%	3.8%	8.9%	11.2%
ROIC	8.2%	3.8%	9.0%	10.5%
偿债能力				
资产负债率	52.8%	57.8%	52.8%	58.1%
净负债比率	27.99	35.74	32.75	46.75
流动比率	1.26	0.99	1.15	1.01
速动比率	1.24	0.98	1.14	1.00
营运能力				
总资产周转率	0.61	0.56	0.62	0.68
应收账款周转率	2	2	2	2
应付账款周转率	2.18	2.27	2.36	2.52
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.14	0.08	0.26	0.36
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.02	-0.39	-0.15	-0.34
每股净资产(最新摊薄)	2.14	2.17	2.86	3.22
估值比率				
P/E	55.31	94.00	30.36	21.42
P/B	3.63	3.57	2.71	2.41
EV/EBITDA	27	49	19	14

相关报告

报告日期	报告标题
------	------

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

李凡,中国中投证券研究总部建材行业首席分析师，管理学硕士，4 年行业从业经验，10 年证券行业从业经验。
焦俊,中国中投证券研究总部建筑建材行业研究员，墨尔本大学金融硕士

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼
邮编：200082
传真：(021) 62171434