

围海股份 (002586)
强烈推荐
行业：水利工程

回款向好，关注营收结构变化

事件：3月29日公司发布2015年年报。公告概要：1、营收同比上升3.5%，至18.96亿元。2、归母扣非净利同比下滑42.56%，至5578.18万。3、经营性现金流同比大增564.19%，至9556.55万。4、应收账款微涨1.64%，至8.67亿元。长期应收账款余额17.9亿，同比增长42.63%。5、每10股派发现金红利0.5元。

点评：

✧ **应收账款微降与长期应收账款大幅增长，印证15年营收结构中BT项目占比逐渐增多。**长期应收账款17.9亿元，本年度净增加5.35亿元，同比增长42.56%。由于2015年是BT项目施工周期高峰，所以待转结长期应收款大幅增加。15年公司BT项目待转余额达到高峰，未来2至3年，伴随现金的逐步回流，长期应收账款余额将会逐步回落。

✧ **营收同比上升3.5%，至18.96亿元。归母扣非净利同比下滑42.56%，至5578.18万。**营收与归母扣非净利基本与预披露一致，符合市场预期。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。

✧ **2016年BT项目进入转接周期，高毛利率BT业务确认支撑起，净利高速增长。**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，未来有望注入上市公司。

✧ **2015/2016/2017年公司归母净利润分别为0.63/1.86/2.63亿元，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12.55。

✧ **风险提示：**营收不达预期，坏账超预期计提。

主要财务指标

单位：百万元	2015	2016F	2017F	2018F
营业收入	1897	2622	3540	4779
收入同比(%)	3%	38%	35%	35%
归属母公司净利润	63	186	268	393
净利润同比(%)	-38%	194%	44%	47%
毛利率(%)	15.5%	19.2%	18.5%	19.0%
ROE(%)	4.0%	10.5%	13.1%	16.2%
每股收益(元)	0.09	0.26	0.37	0.54
P/E	111.62	38.02	26.35	17.98
P/B	4.46	3.99	3.46	2.90
EV/EBITDA	44	24	20	14

资料来源：中国中投证券研究总部

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

6-12个月目标价： 12.50

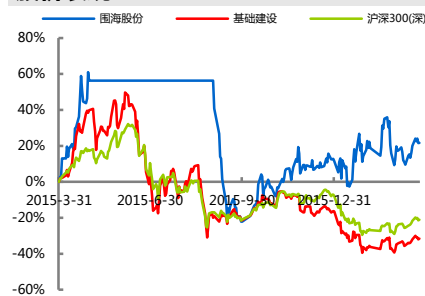
当前股价： 9.70

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)	71
流通市值(亿元)	67
成交量(百万股)	14.79
成交额(百万元)	144.69

股价表现



相关报告

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	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	2356	2174	3514	4476
现金	778	341	1079	1457
应收账款	867	975	1317	1556
其它应收款	387	512	692	934
预付账款	158	191	260	348
存货	42	32	43	58
其他	124	123	123	123
非流动资产	2101	1854	1186	1139
长期投资	0	0	0	0
固定资产	209	198	184	168
无形资产	24	24	24	24
其他	1868	1632	979	948
资产总计	4456	4028	4700	5615
流动负债	2053	1443	1843	2360
短期借款	864	0	0	0
应付账款	783	1017	1385	1858
其他	406	426	458	502
非流动负债	759	752	752	752
长期借款	451	451	451	451
其他	308	300	300	301
负债合计	2812	2195	2595	3112
少数股东权益	59	62	66	72
股本	728	728	728	728
资本公积	419	419	419	419
留存收益	404	623	891	1284
归属母公司股东权益	1585	1771	2039	2432
负债和股东权益	4456	4028	4700	5615

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017	2018E
经营活动现金流	96	443	735	352
净利润	64	188	272	398
折旧摊销	27	17	17	17
财务费用	67	44	6	-17
投资损失	-9	-9	-9	-9
营运资金变动	-77	199	419	-61
其它	24	3	30	24
投资活动现金流	-767	29	9	9
资本支出	18	0	0	0
长期投资	-20	-20	0	0
其他	-769	9	9	9
筹资活动现金流	709	-908	-6	17
短期借款	456	-864	0	0
长期借款	446	0	0	0
普通股增加	364	0	0	0
资本公积增加	-364	0	0	0
其他	-192	-45	-6	17
现金净增加额	37	-437	738	378

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	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1897	2622	3540	4779
营业成本	1602	2119	2885	3871
营业税金及附加	61	84	113	153
营业费用	0	0	0	0
管理费用	87	118	159	215
财务费用	67	44	6	-17
资产减值损失	3	4	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	9	9	9	9
营业利润	85	263	382	563
营业外收入	9	9	9	9
营业外支出	2	3	3	3
利润总额	92	269	388	569
所得税	28	81	117	171
净利润	64	188	272	398
少数股东损益	1	3	4	6
归属母公司净利润	63	186	268	393
EBITDA	179	324	405	563
EPS (元)	0.09	0.26	0.37	0.54

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	3.5%	38.2%	35.0%	35.0%
营业利润	-41.0	208.5	45.4%	47.3%
归属于母公司净利润	-38.0	193.6	44.3%	46.5%
获利能力				
毛利率	15.5%	19.2%	18.5%	19.0%
净利率	3.3%	7.1%	7.6%	8.2%
ROE	4.0%	10.5%	13.1%	16.2%
ROIC	4.3%	9.7%	15.4%	21.5%
偿债能力				
资产负债率	63.1%	54.5%	55.2%	55.4%
净负债比率	46.77	20.57	17.39	14.51
流动比率	1.15	1.51	1.91	1.90
速动比率	1.13	1.48	1.88	1.87
营运能力				
总资产周转率	0.48	0.62	0.81	0.93
应收账款周转率	2	3	3	3
应付账款周转率	2.14	2.35	2.40	2.39
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.09	0.26	0.37	0.54
每股经营现金流(最新摊薄)	0.13	0.61	1.01	0.48
每股净资产(最新摊薄)	2.18	2.43	2.80	3.34
估值比率				
P/E	111.62	38.02	26.35	17.98
P/B	4.46	3.99	3.46	2.90
EV/EBITDA	44	24	20	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