

新签合同创新高，定增助力转型

围海股份 (002586. SH)

推荐 维持评级

投资要点：

- **事件：**
公司公告 2015 年年报和 2016 年第一季度报告。
- **收入略有增长，净利润降幅较大。**公司 2015 年度实现营业收入 18.97 亿元，同比增长 3.50%，归属上市公司股东净利润 6327.66 万元，同比下滑 37.98%；主要受国内外经济环境以及水利市场不景气的影响。2015 年度海堤工程/河道工程/市政工程分别实现营业收入 11.70 亿元/2.73 亿元/2.42 亿元，分别占年度营业收入的 61.69%/14.41%/12.77%，同比增长-11.23%/-3.35%/401.86%。基本每股收益 0.09 元/股。公司 2016 年 Q1 实现营业收入 3.97 亿元，同比增长 23.81%；归属上市公司股东净利润 387.65 万元，同比下滑 47.24%。
- **盈利能力有所下滑，期间费用率同比增加，现金状况大幅改善。**公司 2015 年度综合毛利率为 15.52%，同比下滑 2.38pct；净利率下滑 2.65pct 至 3.39%。我们认为毛利率的降低和整体市场环境的不景气有关。期间费用率持续上升，2015 年度同比增长 1.57pct 至 8.13%，财务费用的增加是期间费用率增长的主要原因。财务费用率同比增长 1.25pct 至 3.54%，主要是项目投标及履约保证金增加导致借款增加所致。2015 年收现比、付现比分别为 0.63/0.51，同比分别下降 9.42pct/10.51pct。经营性净现金流从 2014 年度的 -1438.83 万元大幅增加至 2015 年度的 9556.55 万元。
- **受大环境影响，公司季度净利润数据同比均有所下降。**分季度来看，公司 Q1、Q2、Q3、Q4 分别实现营业收入 3.21 亿元、5.32 亿元、3.91 亿元、6.53 亿元，分别同比增长-2.11%、39.19%、-4.12%和-8.66%，分别实现归母净利润 734.79 万元、788.10 万元、461.60 万元、4343.18 万元，同比增长-49.31%、-48.74%、-78.45%和-14.38%。其中第三季度扣除非经常性损益后归母净利润为-0.22 万元。
- **定增稳步推进，助力 BT、PPP 项目。**公司拟以 7.92 元/股的价格向不超过十名特定对象募集不超过 25 亿元资金。公司近年合同承接额整体呈上升趋势且单个项目合同金额增长较大，本次募集资金拟用于宁波杭州湾新区建塘江两侧涂建设-（分阶段运行）移交工程（21 亿元）、天台县苍山产业集聚区一期开发 PPP 项目（4 亿元）。2015 年底，公司资产负债率为 63.10%，本次募集资金到位后将有效减少财务费用，降低资产负债率，增强公司抵御风险的能力。
- **合同承接额、产值创历史新高。**2015 年度公司新签合同额超出年度目标近三成，其中“宁波杭州湾新区建塘江两侧围涂建设移交工程”中标金额达 28.6 亿元，创公司单项合同额承接之最，合同顺利履约将对 2016 年度及未来几个会计年度经营业绩产生积极影响。台州湾现代农业湿地水处理 PPP 项目为公司拓展“投资-建设-运营”一体化运营商模式打开了新局面。
- **新设子公司助推公司业务多样发展。**2015 年度公司新设全资子公司天台投资公司（2000 万元）、建塘投资公司（3500 万元）、瑞津

分析师

周松

☎：021-68596786

✉：zhou song_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130515050001

特此鸣谢：

胡美辰 对此报告亦有贡献

市场数据

时间 2016-04-29

A 股收盘价(元)	10.53
A 股一年内最高价(元)	13.83
A 股一年内最低价(元)	6.13
上证指数	2938.32
市净率	4.81
总股本(亿股)	7.28
实际流通 A 股(亿股)	6.92
限售的流通 A 股(亿股)	0.36
流通 A 股市值(亿元)	72.86

相关研究

《公司点评报告-围海股份 (002586)：产业链拓展及 PPP 助力持续增长，海外市场拓展值得期待》
2015/05/04

生态公司（1000 万元）、弘海众创公司（120 万元），同时出资 975 万元取得新设九水生态公司 65% 的股份。2016 年 1 月新设全资子公司台州海弘生态建设公司（6000 万元）。2015 年公司收购天台围海建设投资公司，并与天台县东部产业集聚区开发建设有限公司共同对其增资 1.45 亿元，出资后占有 90% 的股份。公司设立众多子公司，有助于快速打入当地市场，提升公司品牌形象及影响力。

- **风险提示：**宏观经济波动风险、回款风险等。
- **盈利预测与估值：**考虑到公司未来的成长性，我们预测公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.20/0.28/0.38 元。对应 2016-2018 年的 PE 分别为 51/37/28 倍，维持“推荐”评级。

项目/年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万)	1833	1897	2561	3329	4161
增长率 YoY%	13.1	3.5	35.0	30.0	25.0
净利润(百万)	102.0	63.3	148.6	206.9	275.2
增长率 YoY%	5.8	-38.0	134.8	39.3	33.0
EPS (元)	0.14	0.09	0.20	0.28	0.38
PE	75	121	51	37	28

资料来源：中国银河证券研究部；注：股价为 2016 年 4 月 29 日收盘价

利润表(百万元)						资产负债表(百万元)					
指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E	指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,833	1,897	2,561	3,329	4,161	货币资金	733	778	1,050	1,365	1,706
营业成本	1,505	1,602	2,113	2,746	3,433	存货	18	42	56	73	91
毛利率	17.9%	15.5%	17.5%	17.5%	17.5%	应收账款	854	867	1,171	1,491	1,864
营业税金及附加	60	61	82	106	133	其他流动资产	268	669	854	493	586
营业费用	0	0	0	0	0	流动资产	1,872	2,356	3,131	3,422	4,246
营业费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	固定资产	213	209	233	254	280
管理费用	78	87	110	143	179	长期股权投资	0	0	0	0	0
管理费用率	4.27%	4.59%	4.30%	4.30%	4.30%	无形资产	25	24	46	45	43
财务费用	42	67	67	66	57	其他长期资产	1,309	1,868	1,865	1,865	1,867
财务费用率	2.29%	3.54%	2.60%	1.99%	1.36%	非流动资产	1,546	2,101	2,144	2,164	2,190
投资收益	2	9	9	9	10	资产总计	3,418	4,456	5,275	5,586	6,437
营业利润	144	85	195	272	365	短期借款	408	864	1,297	1,109	1,363
营业利润率	7.87%	4.49%	7.62%	8.18%	8.77%	应付账款	717	783	1,033	1,342	1,678
营业外收入	7	9	9	11	11	其他流动负债	365	406	457	481	520
营业外支出	2	2	3	3	3	流动负债	1,490	2,053	2,786	2,932	3,561
利润总额	149	92	201	280	373	长期负债	6	451	451	451	451
所得税	39	28	50	70	93	其他长期负债	308	308	305	301	298
所得税率	25.8%	30.0%	25.0%	25.0%	25.0%	非流动性负债	314	759	756	753	750
少数股东损益	9	1	2	3	5	负债合计	1,804	2,812	3,542	3,685	4,311
归母净利润	102	63	149	207	275	股本	364	728	728	728	728
净利率	5.57%	3.34%	5.80%	6.22%	6.61%	资本公积	784	419	419	419	419
EPS (元)	0.14	0.09	0.20	0.28	0.38	股东权益合计	1,525	1,551	1,670	1,836	2,056
						少数股东权益	58	59	62	65	70
						负债权益总计	3,418	4,456	5,275	5,586	6,437
现金流量表 (百万元)											
指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E	主要财务指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	102	63	149	207	275	增长率 (%)					
少数股东权益	9	1	2	3	5	营业收入	13.09	3.50	35.00	30.00	25.00
折旧和摊销	27	27	48	78	77	营业利润	5.12	(40.97)	129.03	39.62	34.02
营运资金变动	-174	-84	-124	409	-35	净利润	5.84	(37.98)	134.84	39.25	32.99
其他	22	88	31	94	63	利润率 (%)					
经营现金流	-14	96	106	792	385	毛利率	17.90	15.52	17.50	17.50	17.50
资本支出	-18	-17	-89	-95	-100	EBIT Margin	10.38	7.74	10.01	10.01	10.01
投资收益	0	2	9	9	10	EBITDA Margin	11.88	9.16	11.88	12.35	11.86
资产变卖	-297	-731	-1	-1	-1	净利率	5.57	3.34	5.80	6.22	6.61
其他	0	-20	0	0	0	回报率 (%)					
投资现金流	-314	-767	-80	-86	-91	净资产收益率	6.69	4.11	9.22	11.80	14.14
发行股票	117	1	0	0	0	总资产收益率	3.04	1.63	3.09	3.86	4.63
负债变化	10	708	342	-284	158	其他 (%)					
股息支出	0	0	-30	-41	-55	资产负债率	52.78	63.10	67.16	65.97	66.97
其他	463	0	-67	-66	-57	所得税率	25.80	30.04	25.00	25.00	25.00
融资现金流	590	709	246	-391	47	股利支付率	0.00	0.00	20.00	20.00	20.00
现金及等价物	261	37	272	315	341						

资料来源：中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

周松，建筑行业证券分析师。本人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，本人承诺，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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn

北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn

海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn