



国统股份 (002205)

投资评级：增持

报告日期：2017-08-30

股价走势：



研究员：宫模恒

0551-65161836

gongmoheng@163.com

S0010512060001

联系人：高欣宇

0551-65161836

gaoxy_pro@126.com

联系人：袁道升

0551-65161836

neilyds@163.com

联合中标 PPP 大单，业绩弹性高

事件：公司发布公告，2017 年 8 月 25 日，土默特左旗城发投资经营有限责任公司在内蒙古自治区政府采购网发布土默特左旗哈素海旅游新村建设一期工程 PPP 项目中标（成交）公示，确定公司与中交隧道工程局有限公司联合体为该项目的成交供应商。该项目总投资约为人民币 122,054.42 万元。公示期自 2017 年 8 月 25 日-2017 年 8 月 31 日。

主要观点：

□ 订单持续爆发，业绩弹性高

该 PPP 项目总投资为 12.21 亿元，预计建设期三年（2017-2019 年），公司在拟组建项目公司的出资比例为 48.125%，项目总投资占公司 2016 年营收的 203.18%。上半年公司在手订单 36.95 亿元，其中新签订单 9.16 亿元（PPP 业务 7.68 亿元）。算上本次订单，公司至今已公告中标或联合中标订单总额 22.42 亿（均为 PPP 项目），按项目拟出资比例计算，归属公司的部分为 14.12 亿元。目前公司合计订单总额（含联合中标）59.37 亿元，与 16 年营收得比值高达 9.88，业绩弹性高；此外，公司订单结构已由传统 PCCP 向市政类 PPP 过渡，市政类 PPP 项目主要由政府支付，落地及项目进度有保障，公司未来的订单转化及项目进程有望持续改善。另一方面，在 16 年营收为 6 亿的情况下，公司目前已申请银行授信近 30 亿元，管理层对公司未来业绩的信心凸显。

□ PPP 业务发力，上半年业绩亮眼

2017H1 公司业绩亮眼，PPP 业务的发力带动营收同比大幅回升 125.46%。2017H1 公司毛利率较去年同期下降 16.13 个百分点至 15.51%，主要是 PCCP 管材毛利率大幅下滑，以及新增的 PPP 业务毛利率相对传统业务较低。2017H1 公司销售费用大幅减少 34.37%，主要是转型后产品销售减少，运输成本下降；管理费用下降 6.20%，主要是停工损失减少。由于三费支出走低，营收提升，2017H1 公司三费/营收比大幅下降 29.75 个百分点至 17.56%，费用率获得显著改善。而受益于营收回升及费用管控，2017H1 公司较去年同期实现大幅减亏，归母净利润同比增 68.75%。

□ 多元驱动，PCCP 业务有望回暖

随着水利投资重新企稳，地下管廊、海绵城市建设持续推进，PCCP 管材市场空间迎来改善，公司传统 PCCP 业务有望回暖。我国 PCCP 管材需求主要来自大型水利工程建设，前期水利建设放缓对公司业绩影响较大。随着“十三五”水利改革出台，重大水利工程建设重新提速。十三五期间年均新开工重大水利工程基本将维持在 17 项左右，开工数维持平稳。2017 年，水利部计划将水利工程在建投资规模由 8000 亿元提升至超 9000 亿元，水利投资有望重新企稳。此外，京津冀与粤港澳大湾区规划相继落地，进一步推进了“地下管廊”、“海绵城市”建设步伐。未来我国地下管廊与海绵城市市场巨大，为 PCCP 管材应用的拓展提供了良好空间。



□ 盈利预测与估值

公司 PPP 业务持续推进,新签订单总额爆发式增长,业绩弹性高;上半年公司战略转型的成效凸显,营收回升,费用率显著改善,同比大幅减亏。目前公司战略定位清晰,随着水利建设提速,地下管廊、海绵城市市场空间打开,公司 PCCP 业务望回暖,PPP 业务弹性望加速,风险收益比凸显。我们预计公司 2017-2019 年,公司 EPS 分别为 0.32 元/股、0.48 元/股、0.43 元/股,对应的 PE 分别为 105 倍、70 倍、78 倍,维持“增持”评级。

盈利预测:

单位:百万元

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	601	961	1346	1682
收入同比(%)	53%	60%	40%	25%
归属母公司净利润	13	51	76	68
净利润同比(%)	-125%	281%	50%	-10%
毛利率(%)	23.9%	24.0%	24.0%	24.0%
ROE(%)	0.5%	2.9%	3.8%	2.8%
每股收益(元)	0.11	0.32	0.48	0.43
P/E	289.32	104.68	69.76	77.69
P/B	4.21	3.81	3.51	3.30
EV/EBITDA	43	61	50	51

资料来源:wind、华安证券研究所

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,137	1,637	2,339	2,739	营业收入	601	961	1,346	1,682
现金	308	255	269	374	营业成本	457	730	1,023	1,278
应收账款	657	1,079	1,676	1,941	营业税金及附加	8	9	13	17
其他应收款	97	99	162	215	销售费用	33	53	65	90
预付账款	13	(7)	(30)	(65)	管理费用	65	120	184	251
存货	152	308	423	497	财务费用	18	14	13	12
其他流动资产	(89)	(98)	(160)	(223)	资产减值损失	7	0	0	(0)
非流动资产	1,008	1,234	1,587	2,008	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	(0)	(0)	(0)
固定资产	402	377	351	326	营业利润	12	34	47	35
无形资产	91	85	79	74	营业外收入	2	4	3	3
其他非流动资产	514	772	1,157	1,608	营业外支出	2	2	1	1
资产总计	2,145	2,871	3,927	4,748	利润总额	12	36	49	37
流动负债	1,057	1,083	1,482	2,028	所得税	7	5	7	6
短期借款	280	217	217	190	净利润	4	31	41	32
应付账款	380	405	643	858	少数股东损益	(9)	(20)	(35)	(37)
其他流动负债	397	461	621	980	归属母公司净利润	13	51	76	68
非流动负债	124	113	100	84	EBITDA	74	80	91	78
长期借款	105	105	105	105	EPS (元)	0.11	0.32	0.48	0.43
其他非流动负	20	9	(5)	(21)					
负债合计	1,181	1,196	1,581	2,112					
少数股东权益	48	28	(7)	(44)	主要财务比率				
股本	116	160	160	160	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
资本公积	522	522	522	522	成长能力				
留存收益	277	329	415	487	营业收入	52.86%	60.00%	40.00	25.00%
归属母公司股东权	916	1,011	1,098	1,170	营业利润	-118.16	195.88%	36.89	-24.70
负债和股东权益	2,145	2,235	2,672	3,238	归属于母公司净利润	-125.18	280.65%	50.04	-10.20
					获利能力				
					毛利率(%)	23.89%	24.00%	24.00	24.00%
					净利率(%)	2.22%	5.28%	5.66%	4.06%
					ROE(%)	0.46%	2.94%	3.79%	2.80%
					ROIC(%)	2.11%	7.32%	8.86%	13.00%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	55.07%	53.52%	59.18	65.23%
					净负债比率(%)	-7.15%	47.28%	50.19	73.91%
					流动比率	1.08	1.51	1.58	1.35
					速动比率	0.93	1.23	1.29	1.11
					营运能力				
					总资产周转率	0.31	0.38	0.40	0.39
					应收账款周转率	1.07	1.25	1.08	1.04
					应付账款周转率	2.22	2.45	2.57	2.24
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.11	0.32	0.48	0.43
					每股经营现金流(最新摊薄)	2.44	(5.71)	(5.15)	(1.00)
					每股净资产(最新摊薄)	7.88	8.70	9.45	10.07
					估值比率				
					P/E	289.3	104.7	69.8	77.7
					P/B	4.2	3.8	3.5	3.3
					EV/EBITDA	43.32	60.91	49.64	51.18

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。