

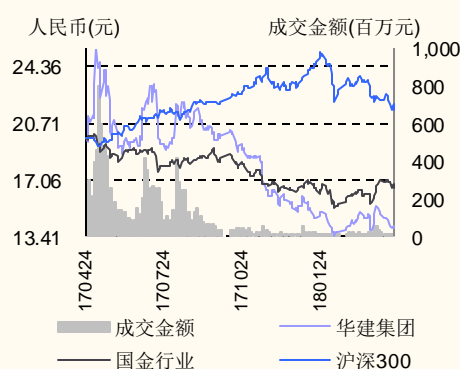
# 华建集团 (600629.SH) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 13.87 元  
 目标价格 (人民币): 15.00-15.00 元

## 市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	361.81
总市值 (百万元)	5,994.73
年内股价最高最低 (元)	25.53/13.41
沪深 300 指数	3756.88
上证指数	3082.23



## 相关报告

- 1.《三季报业绩略低于预期，国改转型支撑长期增长-华建集团公司点评》，2017.11.1
- 2.《营收增长利润下滑，国改有望注活力-华建集团公司点评》，2017.9.1
- 3.《“互联网+”助力数字化转型，“云华建”夯实传统主业-华建集团...》，2017.6.9
- 4.《激励基金显国企改革强意志-华建集团公司点评》，2017.5.16

黄俊伟 分析师 SAC 执业编号: S1130517050001  
 (8621)60230241  
 huangjunwei@gjzq.com.cn

## 管理优化国改成效初显，拥抱互联网+紧跟时代潮流

### 公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益 (元)	0.672	0.593	0.747	0.969	1.311
每股净资产 (元)	17.08	42.20	47.53	54.50	63.98
每股经营性现金流 (元)	2.24	6.44	8.08	15.18	19.36
市盈率 (倍)	31.06	25.89	18.58	14.31	10.58
行业优化市盈率 (倍)	52.84	52.84	52.84	52.84	52.84
净利润增长率 (%)	64.61%	6.22%	25.86%	29.77%	35.32%
净资产收益率 (%)	24.03%	10.33%	11.54%	13.06%	15.06%
总股本 (百万股)	359.06	432.21	432.21	432.21	432.21

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

- 公司 2017/2018Q1 营收 52 亿/13 亿，同增 16.24%/41%；扣非归母净利润 2.2 亿/0.48 亿，同增 21%/69%；2017 年业绩略低于预期，但 Q1 业绩改善高于我们预期。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1.5 元 (含税)。

### 经营分析

- 管理效率优化对冲营改增影响，回款改善资金面良好：1) 公司 2017 年实现营收/扣非归母净利 53 亿/2.2 亿，同比增长 16.2%/21%。其中工程设计/工程承包/工程技术管理服务业务分别占比营收 62.6%/27.3%/9.69%，同比 +2.24pct/-1.95pct/-0.27pct。同时毛利率较低的工程承包业务占比 +4pct 导致综合毛利率下滑 1.34pct 至 23%。2) 2017 年期间费用率下降 2.1pct 至 17.9%，系管理费率下降 2.2pct；该指标连续五年下降系规模效应所致，对标同类设计企业同期管理费率均值仅 10.8%，公司管理费率仍有 6pct 下降空间。3) ①2017 年应收账款周转天数 89.2 天 (同比-0.7 天)，存货周转天数 166.1 天 (同比+0.6 天)，收现比 105 (+7%)，较去年有所改善；经营现金流净额 4.1 亿，同增 133%。②新增股权投资增加导致投资活动现金流净额同减 196%至-4.4 亿元。③2017 年 3 月公司完成非公开发行股份募集资金 2.8 亿，致筹资现金流净额同增 688%至 4.7 亿元。④在手现金 15.9 亿元，同增 38.6%。4) 公司 2017 年新签合同额 82.7 亿元，同增 27%，千万以上合同 99 项，订单营收比 1.6。2018Q1 营收/扣非归母净利 13 亿/0.48 亿，同增 41%/69%，现金充裕叠加在手订单充足，未来业绩有望保持高增。
- 互联网+时代潮流中寻机遇，国改纵深推进成效初现：1) 公司积极拥抱互联网+带来的机遇，打造“虚拟设计院”实现商业模式转型；全年研发支出同增 37.8%至 1.8 亿元，华建数创新增自主开发协同设计云平台、BIM 虚拟仿真平台、专业软件等开发支出超 900 万。2) 资产负债率降低 14.43pct 至 64.2%，应收账款周转率提升、经营现金流好转，印证我们前期关于国企降杠杆利好公司营运能力的观点。受益于国改稳步推进，公司未来营运效率或将产生质变。

### 投资建议

- 预计公司 2018/2019EPS 为 0.75/0.97 元，为考虑到业绩低于预期，预计我们下调目标价至 15 元，对应 2018/2019PE 为 20/15 倍。

### 风险提示

- 业务区域集中风险、国改不达预期风险

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>主营业务收入</b>	<b>4,268</b>	<b>4,551</b>	<b>5,290</b>	<b>6,194</b>	<b>7,433</b>	<b>9,150</b>	货币资金	1,056	1,147	1,590	1,679	1,821	1,996
增长率		6.6%	16.2%	17.1%	20.0%	23.1%	应收账款	1,157	1,351	1,638	1,874	2,010	2,317
<b>主营业务成本</b>	<b>-3,041</b>	<b>-3,328</b>	<b>-3,939</b>	<b>-4,615</b>	<b>-5,538</b>	<b>-6,817</b>	存货	1,392	1,668	1,968	2,250	2,579	2,895
%销售收入	71.3%	73.1%	74.5%	74.5%	74.5%	74.5%	其他流动资产	17	14	74	80	85	93
<b>毛利</b>	<b>1,226</b>	<b>1,223</b>	<b>1,350</b>	<b>1,579</b>	<b>1,895</b>	<b>2,333</b>	流动资产	3,622	4,180	5,270	5,883	6,495	7,300
%销售收入	28.7%	26.9%	25.5%	25.5%	25.5%	25.5%	%总资产	86.5%	86.4%	71.2%	68.8%	66.1%	64.1%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-45</b>	<b>-25</b>	<b>-35</b>	<b>-39</b>	<b>-45</b>	<b>-52</b>	长期投资	4	114	501	903	1,424	2,023
%销售收入	1.1%	0.5%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	139	132	1,200	1,329	1,465	1,604
<b>营业费用</b>	<b>-44</b>	<b>-47</b>	<b>-65</b>	<b>-74</b>	<b>-88</b>	<b>-106</b>	%总资产	3.3%	2.7%	16.2%	15.5%	14.9%	14.1%
%销售收入	1.0%	1.0%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	无形资产	369	378	391	395	406	420
<b>管理费用</b>	<b>-867</b>	<b>-868</b>	<b>-893</b>	<b>-991</b>	<b>-1,145</b>	<b>-1,368</b>	非流动资产	566	658	2,134	2,668	3,337	4,088
%销售收入	20.3%	19.1%	16.9%	16.0%	15.4%	15.0%	%总资产	13.5%	13.6%	28.8%	31.2%	33.9%	35.9%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>270</b>	<b>282</b>	<b>358</b>	<b>475</b>	<b>618</b>	<b>807</b>	<b>资产总计</b>	<b>4,188</b>	<b>4,839</b>	<b>7,404</b>	<b>8,550</b>	<b>9,831</b>	<b>11,389</b>
%销售收入	6.3%	6.2%	6.8%	7.7%	8.3%	8.8%	短期借款	26	225	444	700	754	701
<b>财务费用</b>	<b>-10</b>	<b>5</b>	<b>9</b>	<b>-9</b>	<b>-16</b>	<b>-13</b>	应付款项	2,551	2,813	3,424	3,844	4,459	5,244
%销售收入	0.2%	-0.1%	-0.2%	0.1%	0.2%	0.1%	其他流动负债	635	667	708	826	991	1,220
<b>资产减值损失</b>	<b>-69</b>	<b>-44</b>	<b>-83</b>	<b>-93</b>	<b>-115</b>	<b>-130</b>	流动负债	3,212	3,705	4,576	5,371	6,204	7,165
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	192	77	129	129	129	129
<b>投资收益</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	其他长期负债	15	21	48	48	48	48
%税前利润	0.5%	0.7%	4.9%	4.1%	3.2%	2.4%	<b>负债</b>	<b>3,419</b>	<b>3,804</b>	<b>4,752</b>	<b>5,547</b>	<b>6,380</b>	<b>7,342</b>
<b>营业利润</b>	<b>193</b>	<b>246</b>	<b>313</b>	<b>391</b>	<b>505</b>	<b>682</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>738</b>	<b>1,005</b>	<b>2,482</b>	<b>2,796</b>	<b>3,206</b>	<b>3,764</b>
营业利润率	4.5%	5.4%	5.9%	6.3%	6.8%	7.5%	少数股东权益	31	30	169	207	245	283
<b>营业外收支</b>	<b>12</b>	<b>77</b>	<b>51</b>	<b>53</b>	<b>55</b>	<b>57</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>4,188</b>	<b>4,839</b>	<b>7,404</b>	<b>8,550</b>	<b>9,831</b>	<b>11,389</b>
<b>税前利润</b>	<b>205</b>	<b>323</b>	<b>364</b>	<b>444</b>	<b>560</b>	<b>739</b>							
利润率	4.8%	7.1%	6.9%	7.2%	7.5%	8.1%	<b>比率分析</b>						
<b>所得税</b>	<b>-45</b>	<b>-63</b>	<b>-70</b>	<b>-83</b>	<b>-104</b>	<b>-135</b>		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税率	22.0%	19.6%	19.2%	18.7%	18.5%	18.2%	<b>每股指标</b>						
<b>净利润</b>	<b>160</b>	<b>260</b>	<b>294</b>	<b>361</b>	<b>457</b>	<b>605</b>	每股收益	0.408	0.672	0.593	0.747	0.969	1.311
少数股东损益	13	19	38	38	38	38	每股净资产	12.544	17.079	42.196	47.532	54.501	63.985
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>147</b>	<b>241</b>	<b>256</b>	<b>323</b>	<b>419</b>	<b>567</b>	每股经营现金净流	2.820	2.244	6.438	8.080	15.175	19.362
净利率	3.4%	5.3%	4.8%	5.2%	5.6%	6.2%	每股股利	0.000	0.000	0.150	0.150	0.150	0.150
							<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	19.87%	24.03%	10.33%	11.54%	13.06%	15.06%
净利润	160	260	294	361	457	605	总资产收益率	3.50%	4.99%	3.46%	3.77%	4.26%	4.98%
少数股东损益	13	19	38	38	38	38	投入资本收益率	21.28%	16.95%	8.91%	10.02%	11.57%	13.47%
非现金支出	102	75	148	216	262	304	<b>增长率</b>						
非经营收益	53	-1	-20	-28	-21	-23	主营业务收入增长率	780.00%	6.63%	16.24%	17.09%	20.00%	23.10%
营运资金变动	-149	-202	-43	-73	195	253	EBIT增长率	N/A	4.28%	26.98%	32.71%	30.17%	30.50%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>166</b>	<b>132</b>	<b>379</b>	<b>475</b>	<b>893</b>	<b>1,139</b>	净利润增长率	3231.19%	64.61%	6.22%	25.86%	29.77%	35.32%
资本开支	-62	-46	-81	-202	-240	-269	总资产增长率	169.07%	15.52%	53.01%	15.49%	14.98%	15.84%
投资	0	-111	-379	-402	-521	-599	<b>资产管理能力</b>						
其他	11	8	20	18	18	18	应收账款周转天数	53.1	91.2	90.5	100.0	93.0	90.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-51</b>	<b>-149</b>	<b>-440</b>	<b>-586</b>	<b>-743</b>	<b>-850</b>	存货周转天数	87.3	167.8	168.4	178.0	170.0	155.0
股权募资	0	0	271	0	0	0	应付账款周转天数	88.3	164.8	160.7	160.0	150.0	137.0
债权募资	-89	82	236	257	53	-52	固定资产周转天数	11.7	10.4	82.8	77.9	71.2	63.0
其他	-15	-15	-38	-57	-61	-61	<b>偿债能力</b>						
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-104</b>	<b>68</b>	<b>470</b>	<b>199</b>	<b>-8</b>	<b>-114</b>	净负债/股东权益	-108.95%	-81.66%	-38.36%	-28.29%	-27.19%	-28.81%
<b>现金净流量</b>	<b>11</b>	<b>51</b>	<b>409</b>	<b>89</b>	<b>142</b>	<b>175</b>	EBIT利息保障倍数	27.6	-52.1	-40.3	52.4	38.7	63.5
							资产负债率	81.63%	78.62%	64.19%	64.88%	64.90%	64.46%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	3
增持	0	0	0	0	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.25

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-04-28	买入	21.13	24.50~25.30
2	2017-05-16	买入	23.34	24.50~25.30
3	2017-06-09	买入	19.43	25.00~26.00
4	2017-09-01	增持	21.55	25.30~25.30
5	2017-11-01	增持	18.62	22.77~22.77

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH