

中航证券金融研究所

沈文文, CFA

证券执业证书号: S0640513070003

电话: 0755-83688575

邮箱: wwshenavic@163.com

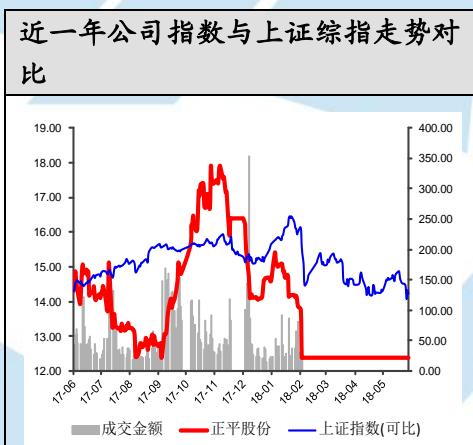
正平股份 (603843) 公告点评: 主业恢复增长, 外延并购提升估值弹性

行业分类: 建筑装饰

2018年6月12日

公司投资评级	买入
6-12 个月目标价	—
当前股价 (18.6.11)	12.38

基础数据	
上证指数	3052.78
总股本 (亿)	4
流通 A 股 (亿)	1.93
流通 B 股 (亿)	0
流通 A 股市值 (亿)	23.87
每股净资产 (元)	3.27
ROE (2018Q1)	1.56%
资产负债率 (2018Q1)	69.61%
动态市盈率	48.33
市净率	3.71



资料来源: wind

事件:

由于资产重组, 正平股份从2月7日开始停牌。公司在停牌期间披露了资产重组方案: 公司拟通过发行股份及支付现金的方式购买曹惠忠、沈立勇等11位交易对方持有的科盛环保100%股权。科盛环保100%股权初步定价43,500万元, 正平股份将向11位交易方发行股份23,155,892股及支付现金13,050万元, 股份支付比例为70%, 现金支付比例为30%。同时, 公司拟向不超过10名特定投资者以询价的方式非公开发行股份募集配套资金, 募集资金总额不超过30,450万元, 拟用于支付收购方案中的现金对价、标的公司项目建设及交易相关的中介机构费用等。

- **收购丰富公司业务布局。**从2017年开始, 正平股份通过外延并购的方式不断丰富公司的业务布局, 包括17年10月以2,848.86万元现金收购徐龙斌、刘胜军、等持有的陕西隆地电力自动化有限公司(简称“隆地电力”)51%的股权、17年12月以12,331.80万元现金收购贵州欣汇盛源房地产开发有限公司持有的贵州水利实业有限公司(简称“贵州水利”)51%的股权、18年4月以3,337.73万元现金收购关联公司青海金阳光投资集团有限公司持有的青海金阳光建设工程有限公司(简称“金阳光”)60%股权和这次重组方案中全资收购的科盛环保。

隆地电力拥有输变电工程专业承包三级、电力行业送变电设计乙级资质, 核心业务包括电力线路的安装、架设和变电站的综合自动化系统的设计与安装等。贵州水利拥有水利水电工程施工总承包壹级资质, 核心业务包括水利水电工程项目的施工等。金阳光拥有建筑工程施工总承包壹级资质、钢结构和建筑装修装饰工程专业承包贰级资质, 核心业务包括房屋建筑工程的施工等。

科盛环保拥有环境工程设计专项甲级资质、环保工程专业承包壹级资质, 核心业务包括水处理、环境修复等环境工程业务等。通过一系列的横向收购, 公司初步实现了交通、电力、水利、城镇、和环保建设的“五业同发展”战略布局。

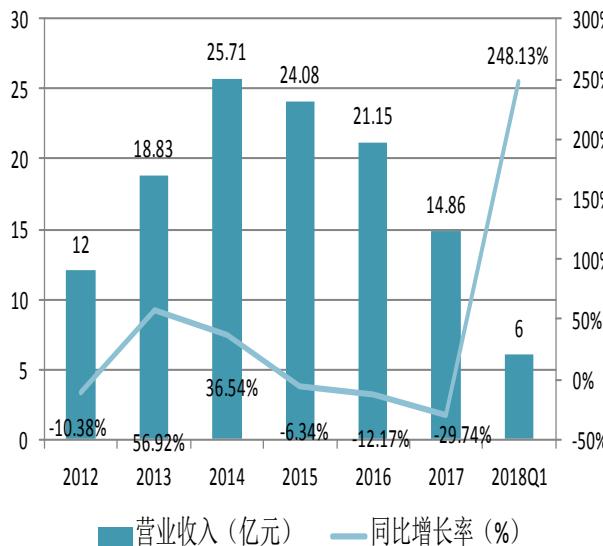
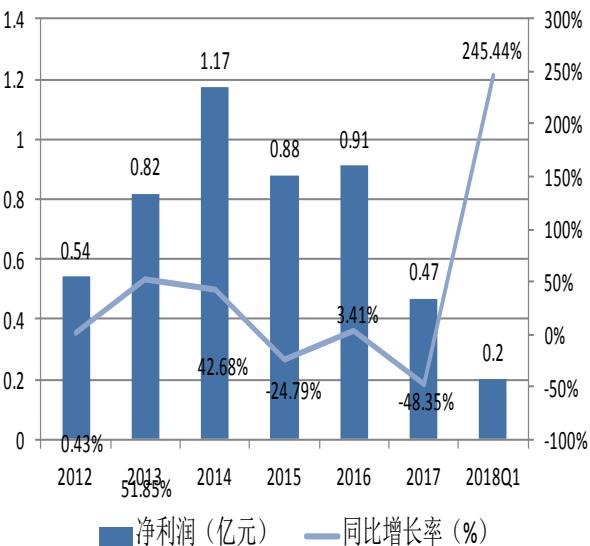
2017年的财报显示, 正平股份、科盛环保和金阳光的净利润分别为4730万元、2191万元和409万元。从已经披露的信息来看, 通过平滑利润的计算方式, 我们判断隆地电力和贵州水利的净利润分别在400万和2600万(归母)左右。通过多样化布局, 预计正平股份会显著降低对传统主业路桥施工行业的业务依赖。

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 深圳市深南大道3024号航空大厦29楼
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 0755-83692635
传真: 0755-83688539

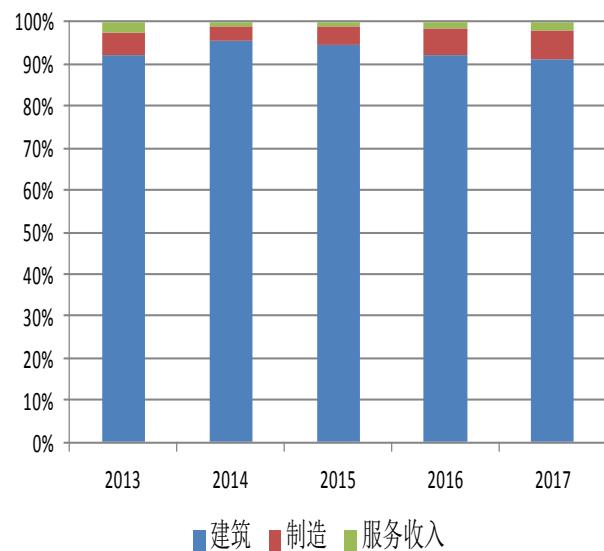
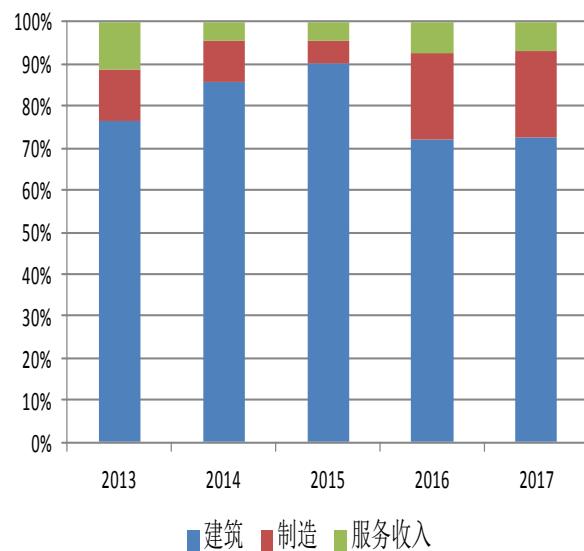
股市有风险 入市须谨慎

- 外延增厚业绩。**正平股份在收购期间与科盛环保的主要股东方曹惠忠、刘立勇、任鹤琴、沈东明和宁科创业签订了《利润补偿协议》，对方承诺2018年、2019年、2020年所实现的扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润分别为不低于3,000万元、4,000万元、5,000万元。若累计利润不达标的话，需要按约定进行现金补偿。结合业绩承诺和重组方案的执行进度，若科盛环保年内并表的话，能够显著增厚公司业绩。
- 估值切换或带来资产重估。**按照申万行业分类，路桥施工属于建筑装饰行业中的基础建设领域。通过外延扩张，公司逐步形成了以交通建设为主体、同时兼顾电力、水利、城镇和环保建设的“五位一体”的战略布局。从利润贡献来看，环保板块成为仅次于路桥施工板块的第二板块，依照申万行业分类中公用事业板块中的环保工程及服务的整体估值（注：图表5的估值采用2018年6月4日收盘数据），即使不考虑隆地电力、贵州水利和金阳光等，公司也面临资产向上重估的潜力。另一方面，通过利润并表，业绩增长提速的逻辑或同样能够提升估值弹性。
- 主业恢复增长。**2017年，正平股份实现营业收入148,591.53万元，同比下滑29.74%；归属于上市公司股东的净利润4,730.37万元，同比下滑47.87%；扣非后的净利润4,591.88万元，同比下滑41.99%。受环保治理升级等因素，公司2017年施工板块的项目开工不足，项目进度低于常规水平，根据完工百分比方法，营业收入和净利润均出现了明显的下滑。随着限制施工的外部因素的解除，公司的业绩于2018年一季度恢复增长，实现营业收入59,957.92万元，同比增长248.13%；归属于上市公司股东的净利润2,031.64万元，同比增长245.44%；扣非后的净利润2,007.73万元，同比增长243.73%。从2017年四季度至今，公司中标了多个重大项目，包括西宁南绕城公路东延柳湾互通至平安东段公路工程SG1标段项目（项目金额4.2亿元，工期30个月）、三洋铁路三门峡至禹州段建设项目施工总承包项目（项目建安费用约70亿元，工期3.5年）及控股子公司贵州水利和中国电建集团贵阳勘测设计研究院有限公司联合中标赤水市丙安水库设计采购施工总承包(EPC)项目（贵州水利中标金额5.8亿元，工期51个月）。公司目前在手订单130多亿元，若按正常进度施工，短期增长无忧。
- 风险因素：**项目建设低于预期的风险。
- 不考虑科盛环保并表因素，我们预计公司2018-2020年摊薄后的EPS分别为0.26元、0.32元和0.39元，对应的动态市盈率分别为48.33倍、39.23倍和32.08倍。基于在手订单金额充足、主业恢复增长和外延并购提升估值弹性的逻辑，短期增长无忧，首次覆盖，给予“买入”评级。

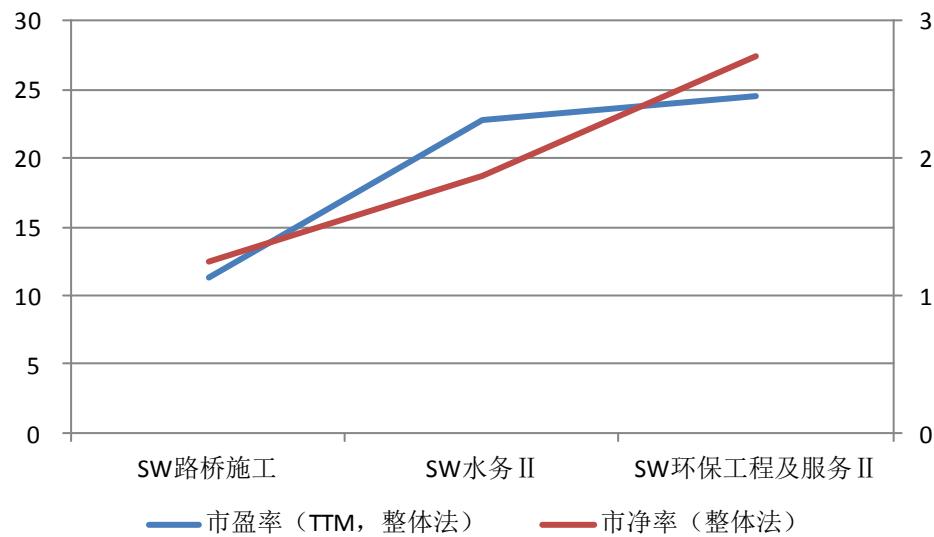
图表 1：公司营业收入增长状况

图表 2：公司净利润增长状况


资料来源：wind、中航证券金融研究所

资料来源：wind、中航证券金融研究所

图表 3: 公司的营业收入结构

图表 4: 公司的毛利结构


资料来源: wind、中航证券金融研究所

图表 5: 细分行业的估值情况


资料来源: wind、中航证券金融研究所整理

图表 6: 盈利预测表

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2407.79	2114.85	1485.92	2335.00	2790.00	3245.00
增长率(%)	-6.36%	-12.17%	-29.74%	57.14%	19.49%	16.31%
归属母公司股东净利润	88.39	90.74	46.43	102.46	126.22	154.36
增长率(%)	-24.49%	2.66%	-48.83%	120.66%	23.19%	22.29%
每股收益(EPS)	0.221	0.227	0.116	0.256	0.316	0.386
每股股利(DPS)	0.046	0.034	0.035	0.056	0.069	0.085
每股经营现金流	-0.585	0.322	-1.190	-0.702	0.502	-0.722
销售毛利率	11.84%	10.84%	13.45%	12.37%	12.55%	12.68%
销售净利率	3.67%	4.29%	3.21%	4.51%	4.65%	4.89%
净资产收益率(ROE)	12.67%	7.43%	3.70%	7.67%	8.80%	9.92%
投入资本回报率(ROIC)	13.79%	10.86%	9.17%	6.73%	6.48%	7.69%
市盈率(P/E)	56.02	54.57	106.65	48.33	39.23	32.08
市净率(P/B)	7.10	4.06	3.94	3.71	3.45	3.18
股息率(分红/股价)	0.004	0.003	0.003	0.005	0.006	0.007
报表预测						
利润表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2407.79	2114.85	1485.92	2335.00	2790.00	3245.00
减: 营业成本	2122.74	1885.49	1286.05	2046.16	2439.86	2833.53
营业税金及附加	76.38	14.91	8.00	12.57	15.02	17.48
营业费用	2.70	8.46	8.55	13.44	16.05	18.67
管理费用	46.81	49.47	57.29	75.89	94.86	107.09
财务费用	48.12	57.66	58.06	55.37	62.12	70.01
资产减值损失	9.99	6.63	11.83	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	8.72	4.57	0.59	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	109.78	96.80	56.72	131.57	162.09	198.22
加: 其他非经营损益	0.93	7.23	-0.23	0.00	0.00	0.00
利润总额	110.71	104.03	56.49	131.57	162.09	198.22
减: 所得税	22.32	13.29	8.79	26.31	32.42	39.64
净利润	88.39	90.74	47.70	105.26	129.67	158.58
减: 少数股东损益	0.00	0.00	1.27	2.80	3.45	4.22
归属母公司股东净利润	88.39	90.74	46.43	102.46	126.22	154.36
资产负债表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	367.54	1162.64	250.03	233.50	279.00	324.50
应收和预付款项	874.36	923.32	1073.40	934.63	1464.53	1325.77
存货	618.32	1048.84	1437.23	2518.21	2198.28	3279.24
其他流动资产	230.32	0.00	65.49	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	86.70	86.67	86.67	86.67	86.67	86.67
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	150.27	147.81	366.84	329.42	291.99	254.57
无形资产和开发支出	15.96	15.95	30.74	27.20	23.66	20.12
其他非流动资产	185.12	182.57	494.89	488.50	482.11	482.11
资产总计	2528.59	3567.79	3805.29	4618.14	4826.24	5772.97
短期借款	580.00	656.00	667.20	999.15	921.33	1345.25
应付和预收款项	1206.88	1565.18	1346.81	1744.93	1928.89	2326.99
长期借款	18.50	77.00	287.50	287.50	287.50	287.50
其他负债	25.40	48.95	220.46	220.46	220.46	220.46
负债合计	1830.78	2347.13	2521.97	3252.04	3358.17	4180.20
股本	300.30	400.00	400.00	400.00	400.00	400.00
资本公积	19.76	370.06	370.06	370.06	370.06	370.06
留存收益	377.75	450.60	486.42	566.39	664.91	785.40
归属母公司股东权益	697.82	1220.66	1256.48	1336.46	1434.98	1555.46
少数股东权益	0.00	0.00	26.84	29.64	33.09	37.30
股东权益合计	697.82	1220.66	1283.32	1366.10	1468.07	1592.77
负债和股东权益合计	2528.59	3567.79	3805.29	4618.14	4826.24	5772.97
现金流量表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营性现金净流量	-234.13	128.80	-476.19	-280.85	200.91	-288.75
投资性现金净流量	70.33	49.56	-627.82	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	57.92	529.08	267.25	264.32	-155.41	334.25
现金流量净额	-105.87	707.44	-836.76	-16.53	45.50	45.50

资料来源: wind、中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平, 股价绝对值将会上涨。
持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若, 股价绝对值通常会上涨。
卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平, 股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数, 是指该股票所在交易市场的综合指数, 如果是在深圳挂牌上市的, 则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准, 如果是在上海挂牌上市的, 则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

沈文文, CFA, SAC 执业证书号: S0640513070003, 南开大学理学学士、生理学硕士, 2011 年 7 月加入中航证券金融研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与, 未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告并非针对或意图送达或为任何就送达、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户提供。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性, 而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。