东兴证券
DONGXING SECURITIES

多点开花，大湾区龙头有望乘势再入高速增长通道

——宁波建工（601789）2018 半年报点评

2018 年 08 月 22 日

推荐/首次

宁波建工 | 财报点评

郑闵钢 分析师 执业证书编号：S1480510120012

zhengmgdxs@hotmail.com 010-66554031

事件：

公司于 2018.8.20 发布 2018 半年报。2018 年上半年公司实现营业收入 76.6 亿元，同比增加 16.31%；实现归母净利润 1.11 亿元，同比增加 12.04%，扣非归母同比增加 33.66%。

表 1: 公司分季度财务数据

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	5122.49	3295.34	3290.06	3147.06	5013.82	4347.36	3312.04
增长率（%）	15.33%	-1.07%	12.85%	35.25%	-2.12%	31.92%	0.67%
毛利率（%）	6.69%	7.05%	8.41%	7.10%	6.10%	6.02%	9.39%
期间费用率（%）	3.03%	4.58%	4.58%	4.41%	4.47%	3.50%	5.99%
营业利润率（%）	1.24%	2.36%	2.30%	2.19%	2.02%	2.18%	1.98%
净利润（百万元）	63.12	55.40	45.05	43.97	73.90	66.76	46.31
增长率（%）	29.99%	00.38%	04.57%	-00.29%	17.07%	20.50%	02.78%
每股盈利（季度，元）	0.07	0.05	0.05	0.04	0.07	0.07	0.05
资产负债率（%）	80.42%	79.34%	79.89%	79.57%	80.47%	79.17%	80.72%
净资产收益率（%）	2.47%	2.13%	1.76%	1.67%	2.72%	2.31%	1.61%
总资产收益率（%）	0.48%	0.44%	0.35%	0.34%	0.53%	0.48%	0.31%

资料来源：公司公告、东兴证券

观点：

1. 市场维度：区域建筑翘楚，有望把握大湾区机遇再入高速增长通道

- **公司为区域建筑行业翘楚。**公司具有 60 余年建筑从业历史，深耕宁波市场，参与了区域内建筑发展中所有阶段的建设任务，承建了大量地标性建筑，享有较高品牌知名度和美誉度。报告期内公司业务开展仍以浙江省为主，在浙江省/宁波市营收占比分别高达 82.6%/69.6%，较 2017 全年的 76.1%/68.1%均有所提升；
- **公司地处浙江大湾区核心区域，有望充分受益大湾区规划建设。**浙江大湾区有望成第二个国家级大湾区，继 2017.12 提出大湾区建设的定位和明确的时间表后，2018.8 大湾区规划建设领导小组成立，并在近期公开战略规划中提出将在今后 5 年重点推进交通项目共计 70 项，估算总投资约 1 万亿元，5 年计划完成投资约 7500 亿元，其中 2018 年将重点推进重大项目 44 个。**公司紧跟市场积极介入**，报告期内承接了宁波杭州湾新区兴慈一路跨十一塘江桥梁工程（中标价 1.04 亿元）、中南-绿地余姚 A4 地块一标段项目

（中标价 2.17 亿元）、余姚中淳高科节能环保型混凝土预制桩项目厂房项目（中标价 6100 万元）、慈溪方太厨具厨电扩产项目部分钢结构工程（中标价合计 2172 万元）等一系列工程项目。

2. 业务维度：全产业链布局，核心业务稳健增长驱动整体业绩

- **公司已形成全产业链布局。**公司业务覆盖设计、施工、建材、建筑科研等多个产业链环节，当前形成了以建筑施工、装饰幕墙、市政工程为核心的 7 大业务板块。各细分产业具有协同发展效应，整体效益日益增强。
- **报告期内核心业务多点开花、稳健增长，带动公司整体业绩。**公司 2017 及 2018H1 新签订单 227 亿/101 亿，同比增长 23.5%/20.3%，分别占当期收入比分别为 1.5 倍/1.3 倍。上半年房建/安装/装饰三大业务新签订单分别同比增长 28%/45%/533%。在手充裕订单推动公司核心业务稳健增长，报告期内公司房建/市政/安装业务业务占比分别为 53%/21%/10%，位居前三，同比增速分别高达 17%/27%/83%，推动公司整体营收如预期增长，实现营收/归母净利润为 76.6 亿/1.11 亿，同比增长 16.31%/12.04%。

表 2: 2017-2018H1 公司主要业务情况

序号	业务板块	具备资质	业务指标	2017H1	2017	2018H1
1	房建土木工程	施工总承包特级	营收/百万	3,475	7,836	4,062
			同比	-7%	-1%	17%
			占比	53%	53%	53%
2	市政公用工程	施工总承包特级	营收/百万	1,264	2,948	1,601
			同比	8%	22%	27%
			占比	19%	20%	21%
3	建筑安装工程	施工总承包壹级	营收/百万	436	1,076	796
			同比	-14%	-8%	83%
			占比	7%	7%	10%
4	建材物资销售	专业承包壹级	营收/百万	827	1,584	744
			同比	163%	49%	-10%
			占比	13%	11%	10%
5	建筑装饰工程	专业承包壹级	营收/百万	397	691	214
			同比	-2%	-22%	-46%
			占比	6%	5%	3%
6	桩基	专业承包壹级	营收/百万	92	339	114
			同比	-	185%	24%
			占比	1%	2%	1%
7	勘察设计	综合甲级	营收/百万	52	140	88
			同比	-55%	20%	70%
			占比	1%	1%	1%

资料来源：公司公告、东兴证券

3. 财务维度：**二季度毛利率显著提升，上半年整体盈利水平保持稳定。**

- 公司二季度毛利率 9.39%，较 2017H1/2017 全年分别提高近 1.0 个/3.3 个 pct，环比提高 3.4 个 pct，

判断主要原因系子公司广天构件部分运输费用从营业成本改计入销售费用。与之相应，二季度期间费率5.99%，较 2017H1/2017 全年分别提高近 1.4 个/1.5 个 pct，环比提高 2.5 个 pct，其中销售/管理/财务费率分别提高 0.2/1.1/0.1 个 pct;

- 公司上半年净利率 1.48%，同比微幅下滑 0.05 个 pct，与 2017 全年净利率持平，报告期内公司盈利水平保持一贯稳定；

结论：

报告期内，公司继续深耕浙江市场、积极获取大湾区建设项目，并充分发挥既有全产业链布局的业务协同效应，新签订单同比增速达 20%，使订单收入比保持高位水平，推动公司核心业务多点开花、稳健增长，带动整体业绩，盈利水平保持一贯稳定。我们认为公司未来将依托区域龙头地位优势持续受益大湾区发展从而保持拿单速度，预计公司 2018 年-2020 年营业收入分别为 174.14 亿元、212.12 亿元和 250.66 亿元；每股收益分别为 0.25 元、0.28 元和 0.31 元，对应 PE 分别为 15.9X、14.1X 和 12.6X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表 3：公司财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	13,695.80	14,746.27	17,414.37	21,211.75	25,065.69
增长率（%）	3.16%	7.67%	18.09%	21.81%	18.17%
净利润（百万元）	205.49	218.32	247.08	276.61	309.95
增长率（%）	3.97%	6.24%	13.17%	11.95%	12.05%
净资产收益率（%）	8.00%	8.28%	9.61%	11.23%	13.13%
每股收益(元)	0.20	0.22	0.25	0.28	0.31
PE	19.58	17.88	15.94	14.12	12.60
PB	1.57	1.48	1.53	1.59	1.65

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

表 4：公司主营业务分析

单位：百万元	本报告期	上年同期	同比增长%	变动原因
营业收入	7,659.40	6,585.39	16.31	
营业成本	7,086.50	6,076.58	16.62	
销售费用	20.69	7.16	189.05	主要是由于子公司广天构件股份有限公司中，原与广天顺安运输公司核算，并计入营业成本的运输费用，于本期转与广天构件总公司、

				姚江分公司、新型建材分公司分开核算，并计入销售费用所致。
管理费用	244.31	189.10	29.19	
财务费用	85.66	105.35	-18.68	
经营活动产生的现金流量净额	-450.77	-221.30	不适用	主要由于报告期购买商品、接受劳务垫付的现金增加
投资活动产生的现金流量净额	-17.13	-97.12	不适用	主要由于上年同期本公司所属子公司浙江广天构件股份有限公司购买土地使投资活动现金流出增加，而本期未发生类似情况
筹资活动产生的现金流量净额	722.65	195.70	269.27	主要由于本期偿还债务支付的现金减少
研发支出	53.14	12.75	316.9	主要由于本期研发投入增加
资产减值损失	50.06	23.19	115.9	主要由于上年同期存在大额单项计提坏账转回，冲减资产减值损失，而本期未发生类似大额转回的情况
投资收益	8.42	-2.73	408.2	主要由于本期宁波普利凯纳入合并范围 ,通过非同一控制下企业合并计算对宁波普利凯产生的投资收益
营业外收入	3.77	2.03	86.03	主要由于本期工程集团收到预算会计核算中心财政补贴 236 万

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

风险提示：宏观经济波动风险、原材料价格波动风险

表 5: 公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	11434	12158	14487	18087	21455	**营业收入**	13696	14746	17414	21212	25066
货币资金	1725	2342	1971	2922	3552	**营业成本**	12655	13708	16117	19625	23171
应收账款	3974	3297	4637	5515	6265	营业税金及附加	216	54	134	185	180
其他应收款	981	1090	1287	1568	1852	营业费用	8	19	24	30	35
预付款项	512	394	573	683	746	管理费用	353	431	461	541	639
存货	4137	4736	5602	6672	7979	财务费用	168	214	280	421	574
其他流动资产	51	141	290	570	847	资产减值损失	40.15	22.23	50.99	22.23	22.23
非流动资产合计	1600	1756	2030	2309	2617	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	42	37	0	0	0	投资净收益	-3.84	11.14	1.79	6.47	4.13
固定资产	583	836	1,114	1,419	1,756	**营业利润**	252	324	349	394	448
无形资产	255	279	307	279	251	营业外收入	28.99	2.71	17.90	16.53	12.38
其他非流动资产	10	13	13	13	13	营业外支出	1.40	4.42	2.50	2.77	3.23
资产总计	13034	13915	16518	20396	24071	**利润总额**	280	322	364	408	457
流动负债合计	10322	10873	13578	17536	21305	所得税	74	104	117	131	147
短期借款	3727	3919	5915	8743	11266	**净利润**	205	218	247	277	310
应付账款	4406	4620	5214	6537	7639	少数股东损益	10	4	7	6	6
预收款项	244	303	439	261	290	归属母公司净利润	195	214	240	271	304
一年内到期的非流	53	32	37	41	37	EBITDA	749	825	688	879	1089
非流动负债合计	160	324	302	302	302	**EPS（元）**	0.20	0.22	0.25	0.28	0.31
长期借款	130	295	295	295	295	**主要财务比率**					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	10482	11197	13880	17838	21607	**成长能力**					
少数股东权益	110	133	140	146	152	营业收入增长	3.16%	7.67%	18.09%	21.81%	18.17%
实收资本(或股本)	976	976	976	976	976	营业利润增长	3.26%	28.42%	7.82%	12.95%	13.64%
资本公积	516	516	516	516	516	归属于母公司净利润	2.29%	9.49%	12.20%	12.86%	12.06%
未分配利润	870	995	808	609	379	**获利能力**					
归属母公司股东权	2442	2585	2498	2412	2312	毛利率(%)	7.55%	6.50%	7.45%	7.48%	7.56%
负债和所有者权益	13034	13915	16518	20396	24071	净利率(%)	1.50%	1.48%	1.42%	1.30%	1.24%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润（%）	1.50%	1.54%	1.45%	1.33%	1.26%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	8.00%	8.28%	9.61%	11.23%	13.13%
经营活动现金流	400	485	-1312	-695	-527	**偿债能力**					
净利润	205	218	247	277	310	资产负债率(%)	80%	80%	84%	87%	90%
折旧摊销	329	287	-	63	67	流动比率	1.11	1.12	1.07	1.03	1.01
财务费用	168	214	280	421	574	速动比率	0.71	0.68	0.65	0.65	0.63
应付帐款的变化	0	0	-1341	-878	-750	**营运能力**					
预收帐款的变化	0	0	137	-178	29	总资产周转率	1.08	1.09	1.14	1.15	1.13
投资活动现金流	-91	-255	-262	-357	-393	应收账款周转率	4	4	4	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	3.42	3.27	3.54	3.61	3.54
长期股权投资减少	0	0	97	0	0	**每股指标（元）**					
投资收益	-4	11	2	6	4	每股收益(最新摊薄)	0.20	0.22	0.25	0.28	0.31
筹资活动现金流	85	192	1471	2003	1550	每股净现金流(最新摊	0.40	0.43	-0.11	0.97	0.65
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	2.50	2.65	2.56	2.47	2.37
长期借款增加	0	0	0	0	0	**估值比率**					
普通股增加	488	0	0	0	0	P/E	19.58	17.88	15.94	14.12	12.60
资本公积增加	-488	0	0	0	0	P/B	1.57	1.48	1.53	1.59	1.65
现金净增加额	393	422	-103	951	630	EV/EBITDA	8.03	6.94	11.77	11.36	10.91

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财金嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

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，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。