

深化业务转型，收获业绩拐点

——宏润建设（002062）2018 半年报点评

2018 年 08 月 23 日

推荐/首次

宏润建设

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 2018.8.21 发布 2018 半年报。2018 年上半年公司实现营业收入 40.82 亿元，同比增加 9.13%；实现归母净利润 1.53 亿元，同比增加 26.7%，扣非归母同比增加 16.69%。其中 Q2 实现营业收入 19.63 亿，同增 8.35%；实现归母净利润 0.71 亿，同增 40.38%。

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）	3201.91	1928.19	1811.96	1969.94	2417.15	2118.36	1963.31
增长率（%）	24.70%	-1.95%	12.51%	-2.43%	-24.51%	9.86%	8.35%
毛利率（%）	12.26%	8.41%	10.90%	8.87%	12.77%	7.19%	5.82%
期间费用率（%）	4.40%	4.13%	5.67%	3.52%	3.52%	3.66%	3.78%
营业利润率（%）	3.63%	4.43%	4.50%	5.02%	4.58%	4.45%	3.67%
净利润（百万元）	74.75	69.61	56.05	70.84	76.00	80.34	73.11
增长率（%）	14.47%	03.22%	65.77%	32.13%	01.67%	15.42%	30.44%
每股盈利（季度，元）	0.07	0.06	0.05	0.06	0.08	0.07	0.06
资产负债率（%）	79.03%	77.42%	77.97%	77.17%	76.81%	75.74%	77.08%
净资产收益率（%）	2.67%	2.43%	1.95%	2.41%	2.52%	2.59%	2.39%
总资产收益率（%）	0.56%	0.55%	0.43%	0.55%	0.58%	0.63%	0.55%

资料来源：公司公告、东兴证券

观点：

1. 业绩增长符合预期，转型步伐不止、在手订单充裕

- ◆ **业绩增长基本符合预期。**报告期内实现营收 40.82 亿，同增 9.13%，实现归母净利润 1.53 亿，同增 26.7%，扣非同增 16.69%。其中建筑施工业务收入 38.4 亿，同增 30.9%，房产销售业务收入 1.74 亿，同减 76.7%，新能源业务收入 0.67 亿，同增 15.8%；
- ◆ **进一步深化转型。**公司重视从地产业务向基建业务的转型升级以扩大业务规模，积极开发轨道交通、市政工程等基建项目，上半年建筑施工业务收入 38.4 亿，同增 30.9%，增速较上年同期增加近 17 个 pct。占比 94%，同增近 16 个 pct，较 2017 全年提升近 9 个 pct；
- ◆ **主业在手订单充裕。**公司建筑施工业务 2016/2017 新接项目分别同增 30%/51%，占当期收入比高达 1.8 倍/2.2 倍，充裕订单推动该业务 2017/2018H1 收入同增 23%/31%。2018H1 新接业务同减 2%，在市场环境趋近背景下拿单速度有所放缓，订单量与去年基本持平，仍保持 2.1 倍的高订单收入比，预计未来

随着浙江大湾区基建项目释放, 公司作为区域基建佼佼者, 订单增速将有回升。当前在手已签约未完工合同额约 283.9 亿, 为 2017 全年营收的 1.9 倍。基于对在手订单工程进度的预测, 我们预计建筑施工业务 2018 年收入同比增速将高达 34%, 带动公司整体营收增速从 2017 年 -7.6% 扭负为正提高到 18.7%。公司已预告 2018.1-9 归母净利润同增在 0%-30% 区间, 符合我们预期;

表 2: 2015-2018H1 公司建筑施工业务营收及订单情况

指标	2015	2016	2017	2018H1
营收/亿	62.0	56.1	68.7	38.4
同增	-9%	-10%	23%	31%
新中标项目/亿	77	100	151	78.8
同增	10%	30%	51%	-2%
订单收入比	1.24	1.78	2.20	2.05

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

2. 去地产化后毛利下降但整体盈利水平略有提升, 对 SPV 出资致投资现金流出加大

- ◆ **地产业务占比降低致毛利率显著下滑。**地产业务毛利率水平远高于施工业务, 二者 2017 毛利率分别为 20.6%/7.9%。报告期内地产业务占比 4.3% 同减 15.6 个 pct, 致使整体毛利率下滑。上半年毛利率 5.82%, 较 2017H1/2017 全年分别下滑 3.1/3.9 个 pct。其中二季度单季毛利率 5.8% 创新低, 环比减少 1.4 个 pct, 同减 5.1 个 pct;
- ◆ **期间费率全面降低, 叠加税率下降使整体盈利水平略有提升:**报告期内销售费率/管理费/财务费率为 0.13%/2.06%/1.53%, 同比分别降低 0.5/0.5/0.2 个 pct, 合计期间费率 3.72%, 较 2017H1/2017 全年分别降低 1.2/0.4 个 pct, 判断主因是地产业务下降使对应销售和管理费用减少, 同时偿还银行借款减少利息费用。另一方面, 由于业务调整, 母公司 (所得税率 15%) 利润占比提升, 致上半年整体税率 14.7%, 较 2017H1/2017 全年分别显著降低 9.7/12.1 个 pct。整体盈利水平略有提升, 净利率 3.76%, 较 2017H1/2017 全年均提升近 0.4 个 pct;
- ◆ **对 SPV 出资致投资性现金流出加大。**报告期内公司经营性现金流量净额 5.5 亿较上年同期 5 亿变化不大, 对台州杭绍台高铁投资管理合伙企业 (有限合伙) 出资近 2.3 元致投资性活动现金流量净额 -2.5 亿同减近 1.5 亿。筹资活动现金流量金额 -3.8 亿较上年同期 -2.3 亿流出加大, 系公司偿还银行贷款。

图 1: 2015Q3-2018H1 毛利率/期间费率/净利率变化

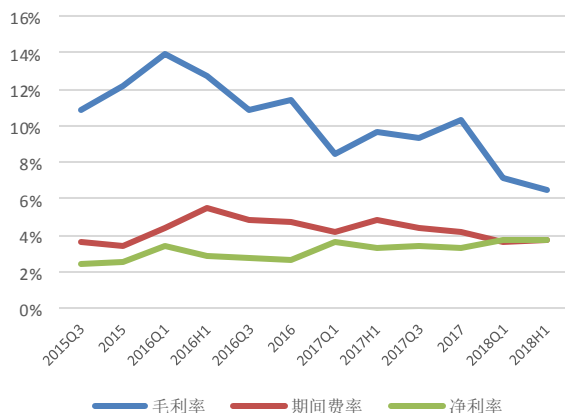
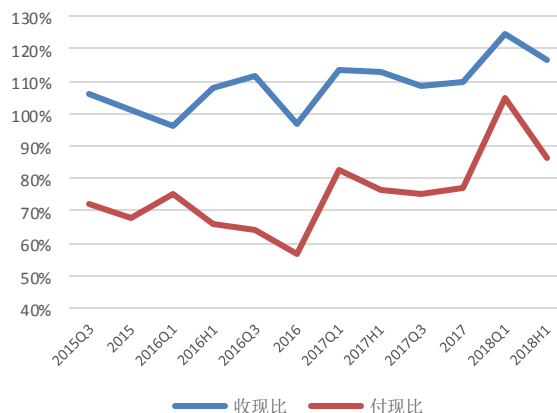


图 2: 2015Q3-2018H1 收付现比变化



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

结论：

报告期内，公司进一步深化业务转型，建筑施工业务占比继续提高，其高速增长拉动整体营收增速扭负为正，当前在手订单为 17 年收入 1.9 倍，基于工程进度预测，我们预计该项业务 18 年收入同增 34%，带动整体营收同增 19%。业务结构调整虽致毛利率下滑，但期间费率全面降低，叠加税率下降使整体盈利水平有所提升。预计公司 2018 年-2020 年营业收入分别为 96.46 亿元、109.2 亿元和 119.38 亿元；每股收益分别为 0.31 元、0.37 元和 0.43 元，对应 PE 分别为 12.2X、10.2X 和 8.8X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：管理风险、财务风险、PPP 项目执行不及预期

表 3：公司财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	8,797.77	8,127.25	9,646.24	10,919.95	11,937.69
增长率（%）	3.41%	-7.62%	18.69%	13.20%	9.32%
净利润（百万元）	229.62	272.50	341.07	410.42	475.28
增长率（%）	7.88%	18.68%	25.16%	20.33%	15.80%
净资产收益率（%）	9.21%	9.90%	12.49%	14.82%	16.92%
每股收益(元)	0.21	0.25	0.31	0.37	0.43
PE	18.00	15.12	12.21	10.16	8.77
PB	1.65	1.52	1.52	1.51	1.48

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：亿	本报告期	上年同期	同比增长%	变动原因
营业收入	40.82	37.40	9.13%	
营业成本	38.15	33.80	12.86%	
销售费用	0.05	0.21	-75.77%	报告期内房地产业务板块收入较去年同期有所下降，相应销售费用随之减少所致。
管理费用	0.84	0.95	-11.71%	
财务费用	0.63	0.66	-5.02%	
所得税费用	0.26	0.41	-34.67%	报告期内母公司（适用 15%所得税税率）实现的利润总额占合并范围利润总额的比重较去年同期上升所致。
研发投入	1.21	1.04	16.27%	
经营活动产生的现金流量净额	5.52	5.01	10.21%	
投资活动产生的现金流量净额	-2.52	-1.00	-151.36%	报告期内公司对台州杭绍台高铁投资管理合伙企业（有限合伙）出资 22,886.25 万元所致。
筹资活动产生的现金流量净额	-3.84	-2.28	-68.38%	主要系报告期内公司偿还银行借款所致。

现金及现金等价物净增加额	-0.83	1.72	-148.11%
--------------	-------	------	----------

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

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	10975	10381	11594	13431	14640	营业收入	8798	8127	9646	10920	11938
货币资金	2644	2971	2872	3626	3995	营业成本	7794	7284	8937	10051	10936
应收账款	643	536	636	746	797	营业税金及附加	210	83	87	98	111
其他应收款	539	414	491	556	607	营业费用	34	24	2	2	2
预付款项	32	21	29	31	29	管理费用	144	163	145	181	204
存货	7083	6388	7552	8494	9242	财务费用	234	150	155	202	224
其他流动资产	21	20	-13	-51	-68	资产减值损失	115.33	79.67	39.83	39.83	39.83
非流动资产合计	2371	2635	4127	4060	4013	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	190	396	920	920	920	投资净收益	36.41	30.35	91.05	109.26	109.26
固定资产	1,087	1,061	1,031	994	950	营业利润	304	377	373	454	530
无形资产	31	30	27	24	21	营业外收入	5.28	0.77	29.40	29.40	29.40
其他非流动资产	40	54	54	54	54	营业外支出	5.51	5.03	2.20	2.20	2.20
资产总计	13346	13016	15720	17492	18653	利润总额	303	372	400	481	557
流动负债合计	9126	8320	11032	12769	13889	所得税	74	100	59	71	82
短期借款	2323	2175	3095	3897	4033	净利润	230	273	341	410	475
应付账款	4289	3790	4873	5365	5804	少数股东损益	-3	1	0	0	0
预收款项	788	1361	1891	2200	2812	归属母公司净利润	233	272	341	410	475
一年内到期的非流	640	264	264	389	305	EBITDA	642	565	633	782	905
非流动负债合计	1422	1677	1683	1682	1682	EPS（元）	0.21	0.25	0.31	0.37	0.43
长期借款	1337	1221	1221	1221	1221	主要财务比率					
应付债券	0	397	397	397	397		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	10548	9997	12715	14451	15572	成长能力					
少数股东权益	270	272	272	272	272	营业收入增长	3.41%	-7.62%	18.69%	13.20%	9.32%
实收资本（或股本）	1103	1103	1103	1103	1103	营业利润增长	13.89%	24.05%	-1.05%	21.82%	16.75%
资本公积	40	40	40	40	40	归属于母公司净利润	10.36%	16.72%	25.55%	20.18%	15.86%
未分配利润	1041	1231	845	381	-157	获利能力					
归属母公司股东权	2529	2747	2734	2769	2810	毛利率（%）	11.41%	10.37%	7.35%	7.96%	8.39%
负债和所有者权益	13346	13016	15720	17492	18653	净利率（%）	2.61%	3.35%	3.54%	3.76%	3.98%
现金流量表					单位: 百万元	总资产净利润（%）	1.50%	1.75%	2.09%	2.17%	2.35%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE（%）	9.21%	9.90%	12.49%	14.82%	16.92%
经营活动现金流	1980	1122	1034	394	1009	偿债能力					
净利润	230	273	341	410	475	资产负债率（%）	79%	77%	81%	83%	83%
折旧摊销	105	38	-	126	150	流动比率	1.20	1.25	1.05	1.05	1.05
财务费用	234	150	155	202	224	速动比率	0.43	0.48	0.37	0.39	0.39
应付帐款的变化	0	0	-100	-110	-51	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	529	309	612	总资产周转率	0.62	0.62	0.67	0.66	0.66
投资活动现金流	-129	-259	-1493	-17	-34	应收账款周转率	13	14	16	16	15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	2.03	2.01	2.23	2.13	2.14
长期股权投资减少	0	0	-1472	0	0	每股指标（元）					
投资收益	36	30	91	109	109	每股收益（最新摊薄）	0.21	0.25	0.31	0.37	0.43
筹资活动现金流	-1451	-498	455	295	-632	每股净现金流（最新摊	0.36	0.33	0.00	0.61	0.31
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产（最新摊	2.29	2.49	2.48	2.51	2.55
长期借款增加	0	0	4	-56	-26	估值比率					
普通股增加	315	0	0	0	0	P/E	18.00	15.12	12.21	10.16	8.77
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	1.65	1.52	1.52	1.51	1.48
现金净增加额	400	365	-4	672	344	EV/EBITDA	9.07	9.31	9.92	8.24	6.78

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。央视财经嘉宾。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。