

业务结构改善，盈利水平提高，高速增长有望维持

——同济科技（600846）2018 半年报点评

2018 年 08 月 27 日

推荐/首次

同济科技

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 2018.8.24 发布 2018 半年报。2018 年上半年公司实现营业收入 15.49 亿元，同比减少 0.31%；实现归母净利润 1.17 亿元，同比增加 117.98%，扣非归母同比增加 103.32%。其中 Q2 实现营业收入 4.75 亿，同减 38.91%；实现归母净利润 0.4 亿，同增 71.74%。

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）	792.48	776.38	777.55	615.92	1456.99	1074.08	475
增长率（%）	-19.63%	-20.15%	29.09%	-22.09%	83.85%	38.34%	-38.91%
毛利率（%）	21.45%	14.68%	13.53%	18.03%	20.52%	16.52%	19.10%
期间费用率（%）	5.78%	7.76%	7.51%	7.22%	5.25%	5.48%	8.81%
营业利润率（%）	16.39%	7.42%	5.45%	12.91%	13.59%	10.78%	12.86%
净利润（百万元）	136.31	39.74	29.00	66.88	166.40	90.40	51.17
增长率（%）	09.46%	02.16%	-35.58%	-16.52%	22.07%	127.45%	76.46%
每股盈利（季度，元）	0.15	0.05	0.04	0.08	0.25	0.12	0.06
资产负债率（%）	68.67%	70.32%	72.18%	71.26%	68.46%	71.68%	73.47%
净资产收益率（%）	4.88%	1.41%	1.05%	2.45%	5.74%	3.07%	1.75%
总资产收益率（%）	1.53%	0.42%	0.29%	0.70%	1.81%	0.87%	0.47%

资料来源：公司公告、东兴证券

观点：

1. 营收增速趋零而利润增速破百，推测系业务结构进一步调整所致

- ◆ 归母净利润增速高达 118%，推测系高毛利率业务占比提升所致。2018 年上半年公司实现营收 15.49 亿，YOY-0.31%，归母净利润 1.17 亿元，YOY+117.98%，扣非 YOY+103.32%。利润增速较高系房产项目销售收入较上年同期增加所致，报告期内地产业务子公司上半年贡献收入 6.22 亿，净利润 0.78 亿，分别占比 40%/66%，工程咨询子公司贡献收入 4.35 亿，净利润 0.39 亿，分别占比 28%/20%。因半年报未详细公布各细分业务收入，我们基于 17 年各项业务增速及占比变化趋势，结合过去两年新签施工业务量环比变化情况，判断报告期内工程建设咨询业务增速拖累整体营收，占比进一步下降，业务结构进一步调整；
- ◆ 一季度拉动业绩增长，二季度拖累营收增速。Q1 实现营收 10.74 亿，YOY+38.34%，归母净利润 0.77 亿元，YOY+153.49%，扣非 YOY+168.15%；Q2 实现营收 4.75 亿，YOY-38.91%，归母净利润 0.4 亿

元，YOY+71.74%，扣非 YOY+36.2%；

- ◆ 二季度新签施工订单显著提速、有力补充在手订单。近 6 个季度新签施工订单分别为 5.5 亿/1.1 亿/3.5 亿/4.6 亿/5.1 亿/10 亿，自 2017Q2 以来保持环比递增，新签订单及重大项目订单同比增速在 2018Q2 均显著提升。2017 新签 14.6 亿施工合同，对应当期工程建设咨询和环境工程两项业务收入的 0.65 倍。2018H1 新签 15 亿施工合同超上年度全年，因半年报未披露细分业务收入，基于地产业务占比提升、上述两项业务占比相应减小的判断，粗略估测上半年新签订单对应两项工程业务收入的 1.6 倍，在手施工订单得到补充，预计下半年工程建设咨询业务将有所复苏。

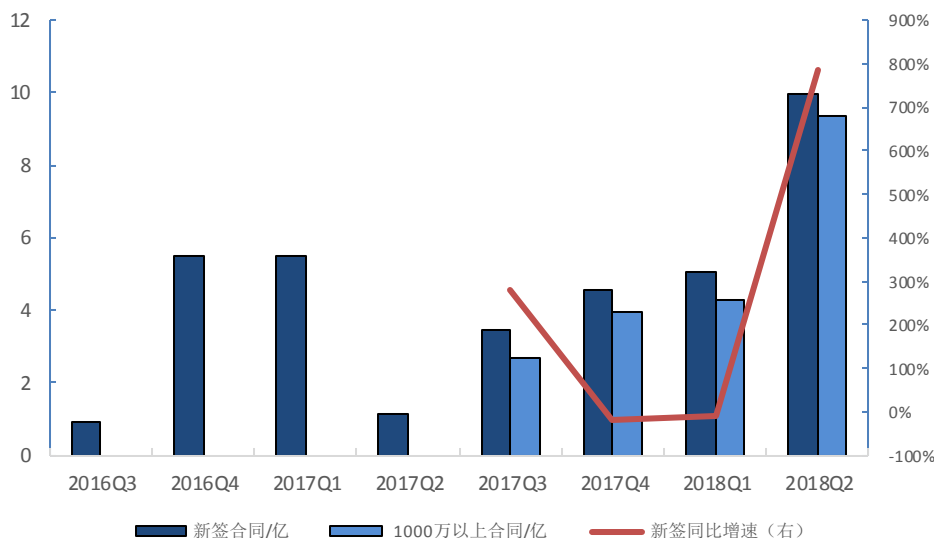
表 2：2015-2017 公司业务增速及占比情况

业务	指标	2015	2016	2017
工程建设及监理 咨询	营收	1,791	1,999	1,711
	同比	-4%	12%	-14%
	占比	55%	63%	47%
住宅开发	营收	1,299	1,077	1,516
	同比	-28%	-17%	41%
	占比	40%	34%	42%
环境工程	营收	155	199	529
	同比	-16%	28%	167%
	占比	5%	6%	15%
科技园开发服务	营收	93	80	137
	同比	-71%	-14%	72%
	占比	3%	3%	4%

*按 2014 年装潢业务归入工程业务

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 1 过去两年新签施工业务情况



资料来源：Wind、东兴证券研究所

表 3：2018 公告中标项目一览

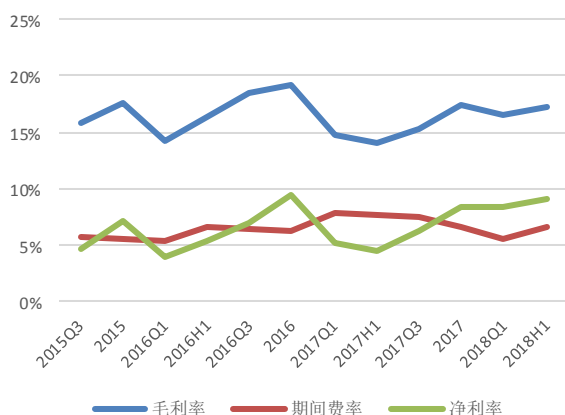
中标公告时间	项目名称	项目模式	项目金额/亿
2018/7/18	漕河泾开发区赵巷园区一期项目	-	5.17
2018/6/23	芦潮港社区五期动迁住宅（B0303）安置项目	-	4.78
2018/6/9	平乡县高新技术产业开发区污水处理厂	BOT	1.95
2018/6/9	平乡县滏阳工业区污水处理厂	BOT	
2018/6/9	平乡县主城区污水处理厂	TOT	
2018/6/9	平乡县河古庙镇污水处理厂	TOT	
2018/5/5	江宁开发区将军大道人才公寓项目	-	3.91
2018/3/16	青洋智能装备产业园水净化项目	EPCO	1.51
2018/3/7	西安西咸新区第一污水处理厂 PPP 项目	TOT	-
预估合计总额			14

资料来源：Wind、东兴证券研究所

2. 盈利水平和经营现金流显著改善

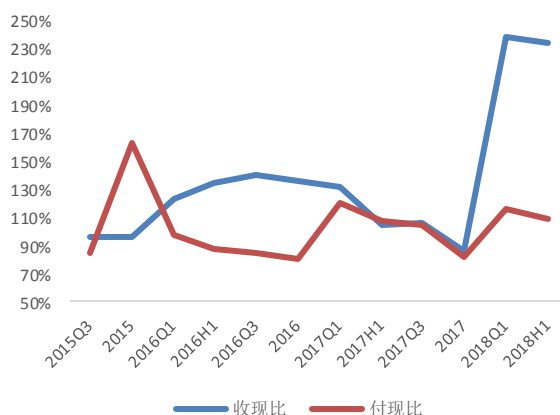
- ◆ **毛利率提升而期间费率下降，整体盈利水平显著提升。**公司 2017 年主要业务按毛利率从高到低分别为科技园开发（37.64%）、住宅（22.98%）、环境工程（11.53%）、工程建设咨询（9.21%），报告期内上半年毛利率为 17.31% 同增 3.2 个 pct，与 2017 全年基本持平。销售/管理/财务费率分别为 1.25%/5.8%/-0.55%，同比变化-0.9/0.9/-1.1 个 pct。合计期间费率 6.5%，较 2017H1/2017 全年分别下降 1.1/0.1 个 pct。所得税率 21.46% 同减 7.8 个 pct。净利率 9.14% 较 2017H1/2017 分别增加 4.7/0.8 个 pct，提升显著；
- ◆ **收现比大幅提升，经营性现金流显著改善：**报告期内公司收付现比分别为 232.6%/108.8%，分别同增 129 个/2 个 pct，较 2017 全年分别增加 146 个/28 个 pct。经营性现金流净额 6.4 亿较上年同期-3.2 亿显著改善，主要系本期房产项目销售回款较上年同期增加所致。同时筹资活动现金流量净额 3.7 亿较去年同期 10.1 亿大幅减少，主要系本期银行借款较上年同期减少所致。

图 2 2015Q3-2018H1 毛利率/期间费率/净利率变化



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 3 2015Q3-2018H1 收付现比变化



资料来源：Wind、东兴证券研究所

结论：

报告期内公司归母净利润增速高达 118%，推测系高毛利率业务占比提升所致。二季度新签施工订单显著提速、有力补充在手订单，判断下半年施工业务有望复苏，叠加其余高增长业务能持续推动业绩高速增长。毛利率提升而期间费率下降，整体盈利水平显著提升，收现比大幅提升，经营性现金流显著改善。预计公司 2018 年-2020 年营业收入分别为 42.46 亿元、52.91 亿元和 66.33 亿元；每股收益分别为 0.81 元、1.02 元和 1.28 元，对应 PE 分别为 9.4X、7.5X 和 5.9X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：宏观经济及政策风险、管理风险、应收账款风险

表 4：公司财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	3,157.69	3,626.84	4,246.42	5,290.58	6,633.49
增长率（%）	-3.35%	14.86%	17.08%	24.59%	25.38%
净利润（百万元）	300.34	302.02	551.28	707.32	855.57
增长率（%）	30.35%	0.56%	82.53%	28.31%	20.96%
净资产收益率（%）	9.51%	12.33%	23.30%	27.77%	32.65%
每股收益(元)	0.29	0.41	0.81	1.02	1.28
PE	26.21	18.54	9.42	7.46	5.93
PB	2.49	2.30	2.19	2.07	1.94

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

表 5：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
销售费用	0.194	0.341	-43.14	本期佣金代理费等营销费用较去年同期减少所致
财务费用	-0.085	0.090	-194.54	本期借款利息支出较上年同期减少且银行存款利息收入较去年同期增加所致
营业外收入	0.043	0.025	71.12	本期收到政府财政扶持资金较去年同期增加所致
营业外支出	0.010	0.054	-82.27	本期罚款滞纳金较去年同期减少所致
归属于母公司所有者的净利润	1.172	0.538	117.98%	本期房产项目及咨询服务等收益较上年同期增加所致
少数股东损益	0.244	0.150	62.74%	少数股东参与投资的子公司本期收益较上年同期增加所致
归属母公司所有者的其他综合收益的税后净额	-0.011	-0.071	不适用	上年同期权益法核算单位出售投资的股票结转以前年度确认的其他综合收益所致
归属于少数股东的其他综合收益的税后净额	0.000	-0.041	不适用	上年同期权益法核算单位出售投资的股票结转以前年度确认的其他综合收益，相应减少归属于少数股东的部分
经营活动产生的现金	6.422	-3.181	不适用	本期房产项目销售回款较上年同期增加所致

流量净额

投资活动产生的现金	-0.644	-0.210	不适用	
流量净额				本期环保项目投资支付的现金较上年同期增加所致
筹资活动产生的现金	3.661	10.061	-63.61	
流量净额				本期银行借款较上年同期减少所致

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

表 6：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	7493	7509	8526	10141	12092	营业收入	3158	3627	4246	5291	6633		
货币资金	1089	1325	1944	2272	2408	营业成本	2553	2998	3277	4070	5100		
应收账款	322	479	465	619	760	营业税金及附加	96	113	131	163	205		
其他应收款	460	221	662	447	561	营业费用	39	52	38	56	71		
预付款项	35	47	65	81	104	管理费用	151	176	182	228	287		
存货	5512	5359	5386	6886	8547	财务费用	8	11	47	18	26		
其他流动资产	75	78	4	-165	-289	资产减值损失	10.83	31.53	15.77	7.88	11.82		
非流动资产合计	1415	1675	1764	1741	1723	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
长期股权投资	281	275	344	379	416	投资净收益	62.30	111.38	111.38	111.38	111.38		
固定资产	193	165	160	159	160	营业利润	361	377	667	859	1044		
无形资产	307	562	506	450	393	营业外收入	48.87	26.37	36.62	37.28	33.42		
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	2.25	12.10	5.36	6.57	8.01		
资产总计	8909	9184	10290	11881	13815	利润总额	408	392	698	890	1069		
流动负债合计	5347	4346	5513	6655	8123	所得税	108	90	147	182	214		
短期借款	1000	842	0	0	163	净利润	300	302	551	707	856		
应付账款	751	883	1077	1234	1568	少数股东损益	119	47	47	71	55		
预收款项	2228	1643	3342	4378	5339	归属母公司净利润	182	255	504	636	801		
一年内到期的非流	71	64	64	67	65	EBITDA	751	959	772	935	1128		
非流动负债合计	770	1942	1737	1988	2239	EPS（元）	0.29	0.41	0.81	1.02	1.28		
长期借款	739	1930	1730	1981	2232	主要财务比率							
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		
负债合计	6118	6287	7250	8643	10362	成长能力							
少数股东权益	882	828	875	946	1001	营业收入增长	-3.35%	14.86%	17.08%	24.59%	25.38%		
实收资本(或股本)	625	625	625	625	625	营业利润增长	36.16%	4.43%	76.59%	28.87%	21.54%		
资本公积	224	199	199	199	199	归属于母公司净利润	13.33%	40.44%	97.72%	26.20%	25.80%		
未分配利润	918	1097	872	591	252	获利能力							
归属母公司股东权	1909	2069	2165	2292	2452	毛利率(%)	17.85%	15.89%	18.78%	19.02%	19.07%		
负债和所有者权益	8909	9184	10290	11881	13815	净利率(%)	9.51%	8.33%	12.98%	13.37%	12.90%		
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	1.50%	2.04%	2.78%	4.90%	5.36%		
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	9.51%	12.33%	23.30%	27.77%	32.65%		
经营活动现金流	1454	-52	2089	588	322	偿债能力							
净利润	300	302	551	707	856	资产负债率(%)	69%	68%	70%	73%	75%		
折旧摊销	381	570	-	58	58	流动比率	1.40	1.73	1.55	1.52	1.49		
财务费用	8	11	47	18	26	速动比率	0.37	0.49	0.57	0.49	0.44		
应付帐款的变化	0	0	14	-154	-141	营运能力							
预收帐款的变化	0	0	1699	1036	961	总资产周转率	0.36	0.40	0.44	0.48	0.52		
投资活动现金流	26	-53	27	68	60	应收账款周转率	12	9	9	10	10		
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	4.41	4.44	4.33	4.58	4.73		
长期股权投资减少	0	0	-69	-34	-38	每股指标（元）							
投资收益	62	111	111	111	111	每股收益(最新摊薄)	0.29	0.41	0.81	1.02	1.28		
筹资活动现金流	-1262	337	-1412	-328	-245	每股净现金流(最新摊	0.35	0.37	1.13	0.53	0.22		
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	3.06	3.31	3.46	3.67	3.92		
长期借款增加	0	0	-200	251	251	估值比率							
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	26.21	18.54	9.42	7.46	5.93		
资本公积增加	5	-25	0	0	0	P/B	2.49	2.30	2.19	2.07	1.94		
现金净增加额	218	231	705	328	136	EV/EBITDA	7.29	6.53	5.96	4.84	4.26		

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。