

# 四商四业战略落地，订单充沛蓄力远航

## ——正平股份（603843）2018 半年报点评

2018 年 08 月 28 日

推荐/首次

正平股份

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 2018.8.27 发布 2018 半年报。2018 年上半年公司实现营业收入 11.39 亿元，同比增加 91.11%；实现归母净利润 0.42 亿元，同比增加 214.83%；实现扣非归母净利润 0.29 亿元，扣非归母同比增加 128.07%。其中 Q2 实现营业收入 5.4 亿，同增 27.32%；实现归母净利润 0.2 亿，同减 20.42%。

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）	435.14	172.23	423.99	353.6	536.1	599.58	539.84
增长率（%）	-34.37%	-7.81%	-38.05%	-56.27%	23.20%	248.13%	27.32%
毛利率（%）	13.69%	8.61%	14.20%	12.56%	15.00%	7.77%	13.95%
期间费用率（%）	8.02%	16.06%	7.35%	6.27%	8.01%	7.16%	9.60%
营业利润率（%）	9.03%	-8.16%	7.01%	4.29%	5.06%	5.32%	7.20%
净利润（百万元）	41.15	-13.97	25.34	14.16	23.03	24.92	30.55
增长率（%）	22.06%	-07.10%	-34.13%	-45.84%	-44.03%	-278.37%	20.54%
每股盈利（季度，元）	0.10	-0.03	0.07	0.03	0.05	0.05	0.05
资产负债率（%）	66.21%	62.56%	64.58%	66.33%	67.64%	69.61%	71.16%
净资产收益率（%）	3.37%	-1.16%	2.07%	1.15%	1.74%	1.73%	2.08%
总资产收益率（%）	1.14%	-0.43%	0.73%	0.39%	0.56%	0.53%	0.60%

资料来源：公司公告、东兴证券

### 观点：

1. 西部高潜力省份基建龙头，上市加速“四商四业”战略落地，从路桥施工企业向基础设施综合服务商华丽转型

- ◆ **区域基建龙头，业绩丰富，技术壁垒显著。**公司 1993 年成立以来深耕青海市场形成了完善的路桥建设产业链，系省内施工资质最全、等级最高的路桥施工企业，具有公路、市政、水利、建筑领域**四项施工总承包一级资质**，桥梁、路面、路基、隧道四项专业承包一级资质，累计在建或建成公路约**3000 公里**，平均海拔 3000 米以上路段占比超 70%，在冻土、盐渍土等区域项目具有雄厚的工程经验。
- ◆ **借上市实现从路桥施工企业向基础设施综合服务商华丽转型。**公司自 2016.9 登录资本市场以来充分发挥上市优势，通过股权并购先后控股了隆地电力、贵州水利和金阳光建设，加速“四商四业”战略落地，当前业务覆盖公路、铁路、市政、房屋、水利、电力、能源等领域，形成产业协同效应，提高了在基础

设施建设领域的全领域、全产业链整体竞争力。**2016.11 设立全资子公司正平投资负责牵头基础设施领域投资类项目**，以带动工程建设总承包业务的进一步扩大，并以多种投资建设模式获得除工程建设和设施制造之外的其他综合性收益；

- ◆ **报告期内公司拟收购科盛环保进军高潜力环境工程市场，进一步扩大业务覆盖范围、增强协同效应。**标的资产主营水处理和环境修复等环境工程业务，具有环境工程（水污染防治工程）专项甲级工程设计资质，是“南京市认定企业技术中心”、“江苏省认定企业技术中心”，相关研发能力属国内领先。公司于2018.5.6审议通过了发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金的相关议案，根据8.24最新公告，公司及相关中介机构正在与交易对方沟通协商、加紧推进收购。

表 2 上市以来对外投资行为一览

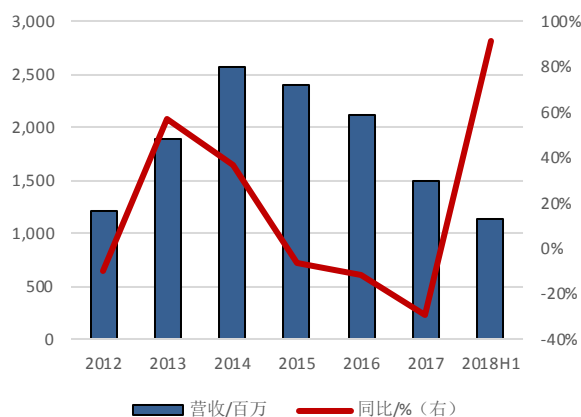
披露时间	资产简称	投资方式	主营及资质
2018.4	青海金阳光建设工程有限公司	3,338 万 收购 60%股权	主营房建、钢结构。建筑工程施工总承包壹级资质，“江河源”杯奖，“青海省优势建筑企业”，青海省信用评价中心评为“AAA 级信用企业”
2018.2	正平袁家村文化旅游开发管理有限公司	认缴 1,500 万元 占 30%	主营民俗文化村、古镇、文化旅游项目开发、建设、管理等
2017.11	贵州水利实业有限公司	12,332 万 收购 51%股权	主营水利工程。水利水电工程施工总承包壹级资质，两次荣获中国水利工程优质(大禹)奖
2017.10	陕西隆地电力自动化有限公司	2,848 万元 收购 51%股权	主营电力工程。输变电工程专业承包三级、电力行业送变电设计丙级资质。
2017.10	吉林正平工程设施产业发展有限公司	认缴 1,800 万 占 60%	主营金属钢制产品生产与安装。**报告期内因所面向管廊项目和产品市场优先准入和政策扶持尚不能落地而友好解散
2017.10	青海正宁兴环保再生科技有限公司	认缴 2,550 万元 占 51%	建筑材料的加工、生产与销售
2017.10	嘉兴实冠投资合伙企业（有限合伙）	认 购 不 超 过 42,000 万元	实业投资、投资管理
2017.6	湖南诚富嘉实基金管理有限公司	认缴 350 万 占 35%	受托管理股权投资基金；从事投融资管理及相关咨询服务业务等
2016.11	正平投资发展(深圳)有限公司	34,000 万 设立全资子公司	负责基础设施项目的投资、建设、运营管理，国内贸易等

资料来源：公司公告、东兴证券

## 2. 业绩增速符合预期，并将受益业务协同效应兼大单驱动而维持高速增长

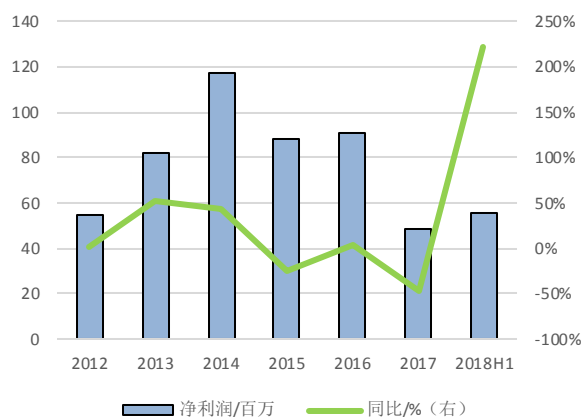
- ◆ **业绩如预期迎来拐点、高速增长。**2018H1 公司营收/归母分别为 11.39 亿/0.42 亿，同增 91%/215%，较 2017H1 的-32%/-26%和 2017 全年的-30%/-42%均扭负为正、大幅增长。其中 Q1 营收/归母同增 248%/245%拉升整体业绩。我们判断业绩高速增长主要原因系 2017 在手项目开工不足、收入下降，部分项目延滞至 2018Q1 开工致业绩滞后兑现；
- ◆ **业务协同效应显现，订单充沛将维持业绩高速增长。**报告期内公司建筑业板块新增订单金额 81.5 亿，同增 34%，占当期收入比高达 7.2 倍，包括三洋铁路三门峡至禹州段项目（总投资 100 亿，公司中标部分约 68.6 亿）、5.8 亿赤水丙安水库 EPC 项目等。

图 12012-2018H1 营收及同比增速变化



资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 22012-2018H1 净利润及同比增速变化



资料来源: Wind、东兴证券研究所

### 3. 资产减值损失大幅减少致整体盈利水平提升, 收付现比一升一降致经营现金流显著改善

- ◆ 合并范围变更致毛利率期间费率同步下降, 资产减值损失大幅减少致整体盈利水平提升。报告期内毛利率为 10.70%, 较 2017H1/2017 全年分别降低 1.9 个/2.8 个 pct。销售/管理/财务费率分别为 0.34%/3.85%/4.12%, 较上年同期分别降低 0 个 /0.3 个/0.2 个 pct, 主要原因系主要系合并范围变更所致。合计期间费率 8.31%, 较 2017H1/2017 全年分别降低 0.6 个/0.03 个 pct。资产减值损失-0.453 亿较上年同期 0.04 亿大大降低, 主要是由于近三年来承接项目均为政府投资或授权项目、违约风险小, 故公司未产生保证金坏账损失、相比之下计提坏账准备金额差距较大不符合公司实际财务状况, 所以于 2018.1.1 起执行坏账准备计提方法的变更, 大大降低了减值损失, 从而致使净利率 4.87% 较 2017H1/2017 全年分别提升 2 个/1.6 个 pct, 整体盈利水平提升显著;
- ◆ 收付现比一升一降变化明显, 经营性现金流显著改善。报告期内收现比 90.5% 较 2017H1/2017 分别提升 56.6 个/13.2 个 pct, 提升显著, 同时付现比 120.8% 较 2017H1/2017 分别变化-26.5 个/5.5 个 pct, 同比显著降低。经营及投资性现金流净额分别为-1.3 亿/-0.6 亿, 较去年同期-7.9 亿/-1.3 亿流出均减少, 筹资性现金流净额 1.4 亿与上年同期 1.6 亿变化不大。

图 3 2015Q3-2018H1 毛利率/期间费率/净利率变化

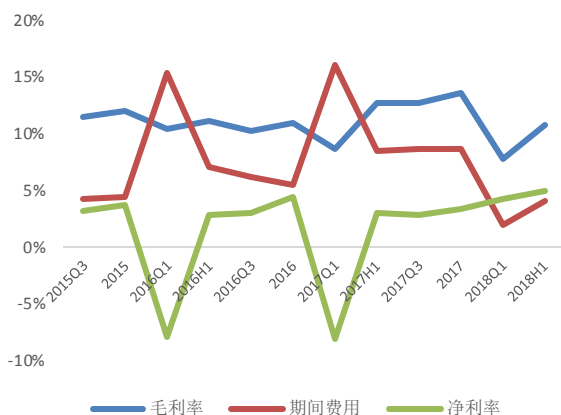
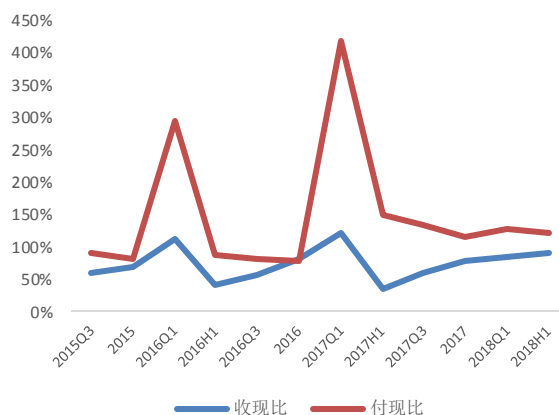


图 4 2015Q3-2018H1 收付现比变化



资料来源：Wind、东兴证券研究所

资料来源：Wind、东兴证券研究所

### 结论：

报告期内公司营收/归母分别迎来拐点同增 91%/215%，增速迅猛符合预期。合并范围变更致毛利率期间费率同步下降，资产减值损失大幅减少致整体盈利水平提升。收付现比一升一降变化明显致现金流显著改善。

我们认为公司借上市优势积极收购推进“四商四业”战略，从路桥施工企业向基础设施综合服务商华丽转型，业务协同增强效应已在业务增长中体现。当前在手订单充沛，签订近百亿大单有力提振业务信心。

预计公司 2018 年-2020 年营业收入分别为 26.05 亿元、38.74 亿元和 48.4 亿元；每股收益分别为 0.34 元、0.41 元和 0.49 元，对应 PE 分别为 25.3X、20.8X 和 17.5X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

**风险提示：宏观经济周期波动风险、原材料价格波动风险、业绩季节性波动风险、不可抗力风险**

**表 3 公司财务指标预测**

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	2,114.85	1,485.92	2,605.49	3,874.13	4,839.82
增长率（%）	-12.17%	-29.74%	75.35%	48.69%	24.93%
净利润（百万元）	90.74	48.57	136.46	166.45	197.31
增长率（%）	2.66%	-46.47%	180.94%	21.98%	18.54%
净资产收益率（%）	7.43%	3.76%	11.22%	13.70%	16.55%
每股收益(元)	0.27	0.12	0.34	0.41	0.49
PE	31.85	71.67	25.29	20.77	17.49
PB	2.82	2.74	2.84	2.85	2.90

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

**表 4 公司盈利预测表**

资产负债表						利润表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产合计</b>	3170	2856	3844	6172	7489	<b>营业收入</b>	2115	1486	2605	3874	4840
货币资金	1197	280	627	1376	1379	<b>营业成本</b>	1885	1286	2290	3386	4195
应收账款	713	712	1055	1577	1989	营业税金及附加	15	8	13	22	26
其他应收款	184	239	419	623	778	营业费用	8	9	13	19	25
预付款项	26	122	188	308	502	管理费用	49	57	78	118	157
存货	1049	1437	1529	2319	2931	财务费用	58	58	61	128	205
其他流动资产	0	65	27	-32	-92	资产减值损失	6.63	11.83	-22.50	-5.34	-13.92
<b>非流动资产合计</b>	443	992	1452	1760	2136	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	87	87	113	146	190	投资净收益	4.57	0.59	1.92	5.32	5.32
固定资产	138	325	549	819	1,142	<b>营业利润</b>	97	58	175	212	251
无形资产	16	29	26	23	20	营业外收入	7.26	0.65	2.96	3.62	2.41
其他非流动资产	8	408	408	408	408	营业外支出	0.03	0.88	0.31	0.41	0.54
<b>资产总计</b>	3613	3849	5296	7932	9625	<b>利润总额</b>	104	58	177	215	253
<b>流动负债合计</b>	2314	2276	3651	6150	7758	所得税	13	9	41	48	56
短期借款	656	667	1302	3014	3892	<b>净利润</b>	91	49	136	166	197
应付账款	1264	1025	1423	2335	2932	少数股东损益	0	1	0	1	1
预收款项	177	138	177	137	103	归属母公司净利润	91	47	136	166	197
一年内到期的非流	29	147	294	157	199	EBITDA	244	153	270	381	504
<b>非流动负债合计</b>	78	290	405	545	650	<b>EPS (元)</b>	0.27	0.12	0.34	0.41	0.49
长期借款	77	288	349	490	595	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>负债合计</b>	2392	2566	4056	6695	8409	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0	27	27	28	29	营业收入增长	-12.17%	-29.74%	75.35%	48.69%	24.93%
实收资本(或股本)	400	400	400	400	400	营业利润增长	-11.82%	-40.08%	201.00%	21.18%	18.69%
资本公积	370	370	370	370	370	归属于母公司净利润	2.66%	-47.87%	187.58%	21.73%	18.77%
未分配利润	380	413	341	254	126	<b>盈利能力</b>					
归属母公司股东权	1221	1256	1212	1208	1188	毛利率(%)	10.84%	13.45%	12.11%	12.60%	13.32%
<b>负债和所有者权益</b>	3613	3849	5296	7932	9625	净利率(%)	4.29%	3.27%	5.24%	4.30%	4.08%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>					
单位: 百万元						ROE(%)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		7.43%	3.76%	11.22%	13.70%	16.55%
<b>经营活动现金流</b>	120	-486	149	-323	-197	<b>偿债能力</b>					
净利润	91	49	136	166	197	资产负债率(%)	66%	67%	77%	84%	87%
折旧摊销	90	37	-	41	48	流动比率	1.37	1.26	1.05	1.00	0.97
财务费用	58	58	61	128	205	速动比率	0.92	0.62	0.63	0.63	0.59
应付账款的变化	0	0	-343	-522	-412	<b>营运能力</b>					
预收账款的变化	0	0	39	-40	-34	总资产周转率	0.68	0.40	0.57	0.59	0.55
<b>投资活动现金流</b>	50	-628	-329	-340	-405	应收账款周转率	3	2	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	1.96	1.30	2.13	2.06	1.84
长期股权投资减少	0	0	-34	-43	-55	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	5	1	2	5	5	每股收益(最新摊薄)	0.27	0.12	0.34	0.41	0.49
<b>筹资活动现金流</b>	529	267	710	1413	604	每股净现金流(最新摊)	1.75	-2.12	1.33	1.88	0.01
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	3.05	3.14	3.03	3.02	2.97
长期借款增加	0	0	70	140	105	<b>估值比率</b>					
普通股增加	100	0	0	0	0	P/E	31.85	71.67	25.29	20.77	17.49
资本公积增加	350	0	0	0	0	P/B	2.82	2.74	2.84	2.85	2.90
<b>现金净增加额</b>	699	-847	530	750	3	EV/EBITDA	12.30	27.92	17.60	15.03	13.37

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法律责任。

## 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。