

EPC快速增长支撑业绩，上市新贵积极并购加码扩张

——汉嘉设计（300746）2018 年报点评

2019 年 04 月 19 日

推荐/首次

汉嘉设计

财报点评

投资要点：

- **事件：**公司发布 2018 年年度报告，全年实现营收 9.45 亿，同增 30.07%，实现归母净利润 0.76 亿，同增 25.08%，实现扣非 0.59 亿，同增 7.47%；
- **EPC 业务快速增长支撑公司整体业绩。**公司近年来大举拓展 EPC 业务以期打造业务新增长极，2017 年以来凭借区位优势累计承接了杭州拱墅区多个 EPC 项目，总额约 20.2 亿，对应 2017-2018 两年 EPC 总收入的 3.3 倍。报告期内 EPC 收入 3.94 亿，大幅同增 84%，占比提升 12pp 至 42%，在此带动下，整体营收/归母增速分别达 30%/25%实现快速增长。未来公司将力争承接更多 EPC 项目，并将 EPC 业务范围进一步扩大，从建筑设计领域向市政、园林、装饰等领域拓展，有望持续支撑公司整体业绩；
- **EPC 占比提升拉低毛利率。**现金流大幅增加，负债率显著降低、处于板块内较低水平。报告期内毛利率 20.19%(-3.01pp)，判断系低毛利的 EPC 业务增速较快所致。销售/管理/财务/期间费率分别为 2.41%(-0.4pp)/7.67%(+0.1pp)/-0.18%(-0.1pp)/9.91%(-0.4pp)，净利率 8.03%(-0.43pp)；经营现金流 0.93 亿(YOY+56%)，主要系公司业务扩张、加快周转带来收入和回笼资金增加。负债率 21.22%(-5.6pp)；
- **业务集中于华东区域、浙江省内，客户优质、市场前景佳，有望充分受益一体化建设。**分区域看，公司业务重新收拢于华东区，全年华东收入占比 100%(+14pp)，其中浙江省内收入占比约 75%(+5pp)，我们认为公司在长三角经济发达区域开展业务有望挖掘更多机遇、减少项目执行风险，且 EPC 客户主要为杭州拱墅区政府平台公司，回款基本无虞，未来有望尽享长三角一体化建设红利，承接更多 EPC 及设计项目；
- **上市新贵，借 IPO 之势积极并购加码扩张，成长性更具看点。**公司于 2018.5 上市，报告期内积极推进收购杭设股份（85.68%股权）事宜。标的拥有多项专业综合甲级资质，在燃气热力设计等细分领域竞争优势较为突出，在燃气热力、市政工程和建筑工程设计与总承包领域的核心技术和现有业务资源将对公司形成一定补强。截至 2019.3，公司发行股份收购标的的事项已获得证监会条件通过。交易对方承诺杭设股份 2018-2021 归母扣非不低于 3890 万/4620 万/5400 万/6230 万，一旦完成收购将增强公司业务能力并增厚利润。此外，我们认为公司未来将持续利用上市融资便利进行并购以扩大产业链和区域布局，成长性更具看点；
- **盈利预测与投资评级：**预计公司 2019 年-2021 年实现营业收入分别为 11.54 亿元、13.6 亿、15.61 亿元；归母净利润分别为 0.84 亿元、0.93 亿元和 1.01 亿元；EPS 分别为 0.4 元、0.44 元和 0.48 元，对应 PE 分别为 52.9X、48.1X 和 44.3X。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1、项目不及预期；2、市场竞争风险；3、收购不及预期。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	726.21	944.61	1,153.55	1,360.48	1,561.16
增长率（%）	44.72%	30.07%	22.12%	17.94%	14.75%
净利润（百万元）	61.45	75.87	84.60	92.92	100.82
增长率（%）	27.08%	23.46%	11.50%	9.84%	8.50%
净资产收益率（%）	10.10%	8.29%	8.47%	8.51%	8.45%
每股收益(元)	0.38	0.40	0.40	0.44	0.48
PE	55.79	53.00	52.86	48.11	44.34
PB	5.59	4.89	4.48	4.09	3.75

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

研究员：郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxx@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

研究助理：王翩翩

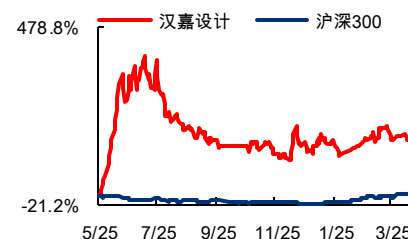
010-66554039

wangpp@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间（元）	21.2-8.09
总市值（亿元）	44.6
流通市值（亿元）	11.15
总股本/流通 A 股（万股）	21040/5260
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	17.42

52 周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

相关研究报告

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				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	607	973	1079	1319	1420	营业收入	726	945	1154	1360	1561				
货币资金	174	150	204	375	419	营业成本	558	754	935	1112	1285				
应收账款	303	347	379	429	470	营业税金及附	7	6	7	8	9				
其他应收	19	51	62	73	84	营业费用	20	23	28	33	39				
预付款项	9	0	4	8	13	管理费用	55	40	81	95	109				
存货	1	0	1	1	1	财务费用	0	-2	-2	-3	-4				
其他流动	87	406	406	406	406	资产减值损失	15	14	13	13	11				
非流动资产	230	202	219	224	236	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00				
长期股权	0	0	0	0	0	投资净收益	5	12	12	13	14				
固定资产	163	164	172	181	190	营业利润	79	92	105	115	125				
无形资产	8	9	9	10	11	营业外收入	0	5	2	2	3				
其他非流	0	0	0	0	0	营业外支出	0	0	0	0	0				
资产总计	837	1176	1298	1543	1656	利润总额	79	96	107	118	128				
流动负债	222	247	287	439	451	所得税	18	20	22	25	27				
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	61	76	85	93	101				
应付账款	23	73	90	107	141	少数股东损益	1	0	0	0	0				
预收款项	33	17	34	54	77	归属母公司净	60	76	84	93	101				
一年内到	0	0	0	0	0	EBITDA	138	195	153	173	193				
非流动负	3	3	0	0	0	EPS (元)	0.38	0.40	0.40	0.44	0.48				
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率									
应付债券	0	0	0	0	0						2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	225	249	287	439	451	成长能力									
少数股东	14	14	14	15	15	营业收入增长	44.72%	30.07%	22.12%	17.94%	14.75%				
实收资本	158	210	210	210	210	营业利润增长	32.17%	15.94%	14.09%	10.15%	7.98%				
资本公积	107	292	292	292	292	归属于母公司	26.85%	25.08%	11.53%	9.87%	8.52%				
未分配利	282	351	371	395	423	获利能力									
归属母公	599	912	997	1089	1190	毛利率(%)	23.04%	24.97%	18.97%	18.26%	17.69%				
负债和所	837	1176	1298	1543	1656	净利率(%)	8.46%	8.03%	7.33%	6.83%	6.46%				
现金流	单位:百万元					总资产净利润	7.81%	7.23%	6.43%	6.50%	6.01%				
						ROE (%)	10.10%	8.29%	8.47%	8.51%	8.45%				
经营活动	58	93	114	237	120	偿债能力									
净利润	61	76	85	93	101	资产负债率(%)	27%	21%	22%	28%	27%				
折旧摊销	59	105	106	109	113	流动比率	2.74	3.94	3.76	3.00	3.15				
财务费用	0	-2	-2	-3	-4	速动比率	2.73	3.94	3.75	3.00	3.14				
应收账款	-12	-43	-33	-49	-42	营运能力									
预收账款	7	-16	17	20	23	总资产周转率	0.91	0.94	0.93	0.96	0.98				
投资活动	13	-352	-61	-73	-85	应收账款周转	2.44	2.91	3.18	3.37	3.47				
公允价值	0	0	0	0	0	应付账款周转	33.92	19.64	14.16	13.86	12.62				
长期股权	0	0	0	0	0	每股指标 (元)									
投资收益	5	12	12	13	14	每股收益(最新)	0.38	0.40	0.40	0.44	0.48				
筹资活动	0	236	2	3	4	每股净现金流	0.45	-0.11	0.26	0.80	0.18				
应付债券	0	0	0	0	0	每股净资产(最)	3.79	4.34	4.74	5.18	5.66				
长期借款	0	0	0	0	0	估值比率									
普通股增	0	53	0	0	0	P/E	55.79	53.00	52.86	48.11	44.34				
资本公积	0	185	0	0	0	P/B	5.59	4.89	4.48	4.09	3.75				
现金净增	71	-23	54	167	38	EV/EBITDA	22.99	22.12	27.75	23.65	20.96				

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

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。

研究助理简介

王翩翩

建筑行业研究员。清华大学土木工程硕士，曾任职于正荣地产、Hilti Group，对建筑产业链具备深入研究和理解，2018 年加入东兴证券研究所，从事建筑行业研究。

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。