

## 参股公司航宇科技过会，经营保持稳健

### ——公告点评

#### 核心观点

- **参股公司航宇科技过会，产业投资斩获大单。**1月14日公司公告，公司参股公司航宇科技首发上市申请已过会。航宇科技主要产品为航空发动机环形锻件，应用于航天火箭发动机/导弹/舰载燃机/工业燃气轮机/核电装备等高端装备领域。20年前三季度航宇科技实现收入/归母净利润 4.51/0.49 亿，YoY+9.2%/44.7%，若按国防军工（中信）指数 1月15日 91.4xPE（TTM）计算，航宇科技对应市值有望达 63.0 亿。公司通过璨云英翼持有航宇科技发行前总股份的 25.27%，按航宇科技最低发行数量 3500 万股测算，航宇科技上市后公司持股比例将稀释至 18.95%，对应市值约 11.94 亿。
- **非房建占比提升，PPP 项目接单谨慎。**考虑到基建项目赶工，以及地产“三条红线”的影响，我们判断 20Q4 公司非房建项目占比继续提升，而非房建项目毛利率更高/回款更好，有望带动公司盈利能力提升/现金流继续改善。考虑到公司传统施工业务拿单能力逐渐增强，部分非房建项目拿单方式可由 PPP 模式切换到传统施工模式，我们判断 20Q4 公司 PPP 项目拿单依旧保持谨慎。我们测算目前公司 PPP 项目施工未完工订单仍有近 300 亿，业绩增长仍有保障。此外，随着进入回收期的 PPP 的项目逐渐增多，我们测算 22 年开始公司回款可满足投资支出需求，PPP 投资性现金流有望转正。
- **产能建设稳步推进，钢结构业务有望快速增长。**公司充分利用集团的施工承包能力，与装配式业务相互协同，带动装配式业务快速发展。公司装配式业务涵盖设计/制造采购/施工安装/技术咨询全产业链环节，整体议价力较强。目前宣城 30 万吨钢结构产能建设稳步推进，预计 21 年底投产。预计 20-22 年公司装饰与钢结构收入 14.0/21.1/33.0 亿，YoY+50.8%/51.6%/56.3%。

#### 财务预测与投资建议

- 我们预计公司 20-22 年 EPS 0.67/0.79/0.93 元。公司非房建收入占比提升带动盈利能力提升以及回款改善改善，PPP 项目有望在 22 年进入投收平衡期，装饰与钢结构业务有望快速增长。参考可比公司平均估值，我们认可给予公司 21 年 10XPE，对应目标价 7.90 元，维持“增持”评级。

**风险提示：**订单转化率、钢结构业务、所持航宇科技股份对应市值不及预期。

公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	20,213	21,427	20,941	24,078	27,885
同比增长(%)	13.1%	6.0%	-2.3%	15.0%	15.8%
营业利润(百万元)	1,265	1,486	1,502	1,753	2,067
同比增长(%)	49.8%	17.5%	1.0%	16.7%	17.9%
归属母公司净利润(百万元)	922	1,021	1,031	1,204	1,420
同比增长(%)	52.0%	10.7%	1.0%	16.8%	18.0%
每股收益(元)	0.60	0.67	0.67	0.79	0.93
毛利率(%)	9.5%	10.2%	10.3%	10.4%	10.5%
净利率(%)	4.6%	4.8%	4.9%	5.0%	5.1%
净资产收益率(%)	11.8%	10.0%	9.3%	9.9%	10.7%
市盈率	9.3	8.4	8.3	7.1	6.0
市净率	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

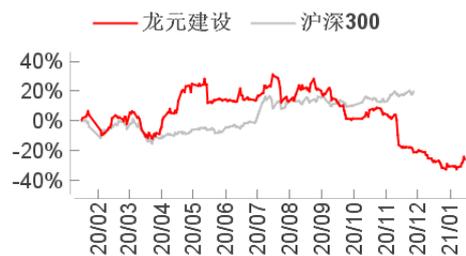


东方证券  
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2021年01月15日)	5.59 元
目标价格	7.90 元
52周最高价/最低价	9.88/5.95 元
总股本/流通A股(万股)	152,976/152,976
A股市值(百万元)	9,102
国家/地区	中国
行业	建筑工程
报告发布日期	2021年01月16日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-4.19	-26.81	-34.76	-20.67
相对表现	-4.95	-32.80	-40.03	-49.19
沪深300	0.76	5.99	5.27	28.52



资料来源：WIND、东方证券研究所

**证券分析师** 黄骥  
021-63325888\*6074  
huangji@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860520030001

**证券分析师** 江剑  
021-63325888\*7275  
jiangjian@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860520090001

**联系人** 聂磊  
021-63325888\*7504  
nielei@orientsec.com.cn

#### 相关报告

盈利能力提升，现金流持续向好： 2020-10-28  
传统施工发力，现金流持续向好：——首次 2020-09-04  
覆盖报告

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

我们选用**相对估值法**。由于公司施工业务大多需要垫资，产生的应收账款和存货会占用部分营运资金，报表的现金流不能完全反映出公司的真实盈利水平，采用绝对估值法进行估值会与实际情况产生一定的偏差，因此我们采用相对估值法对公司进行估值。

可比公司**21年平均PE为10X**。由于公司主营为土建施工，且涵盖PPP项目施工/投资/运营环节，因此我们选取主营为工程施工且包含PPP项目的粤水电/东珠生态/宏润建设/绿茵生态/岭南股份等5家公司作为可比公司，2021年可比公司调整后平均PE为10X。

表 1：可比公司估值表（截至 2021 年 1 月 15 日）

公司	代码	股价	市值	每股收益（元）				市盈率			
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
东珠生态	603359	15.92	51	1.13	1.52	1.97	2.48	8.89	10.47	8.08	6.42
粤水电	002060	3.10	37	0.19	0.25	0.31	0.36	8.74	12.40	10.00	8.61
绿茵生态	002887	11.37	35	1.00	0.89	1.14	1.42	7.60	12.78	9.97	8.01
宏润建设	002062	4.09	45	0.32	0.35	0.39	0.43	8.64	11.69	10.49	9.51
岭南股份	002717	3.19	49	0.21	0.14	0.20	0.30	22.05	22.79	15.95	10.63
<b>调整后平均</b>										<b>10.15</b>	

数据来源：Wind，东方证券研究所

注：可比公司盈利预测均为 WIND 一致预期，最新价格为 2021 年 1 月 15 日收盘价；调整后平均为去掉最大值和最小值后的平均值

我们预计公司**20-22年EPS为0.67/0.79/0.93元**。公司施工订单结构优化，盈利能力和回款改善，PPP项目有望在22年进入投收平衡期，装饰与钢结构业务有望快速增长。参考可比公司，我们认为可给予公司2021年10XPE，对应目标价7.90元，维持“增持”评级。

图 1：公司过去 5 年（2016/1/15-2021/1/15）PE-Band



数据来源：Wind，东方证券研究所

## 风险提示

**订单转化不及预期：**盈利预测中的收入/归母净利润受 PPP 项目施工/传统施工订单转化率的影响较大，我们综合历史以及公司整体发展情况对两项指标进行预测，但如果宏观环境、公司经营目标等发生较大变化，可能会造成实际的订单转化率不及预期。

**钢结构业务拓展不及预期：**在国家政策的指导和鼓励下，装配式建筑逐渐成为未来趋势，公司趁势大幅增加钢结构产能发展装配式业务。但未来随着众多竞争者的加入，公司有可能将面对价格竞争，导致钢结构业务拓展不及预期。

**所持航宇科技股份对应市值不及预期风险：**按国防军工（中信）指数 1 月 15 日 91.4xPE（TTM）计算，航宇科技对应市值有望达 63.0 亿。按航宇科技最低发行数量 3500 万股测算，航宇科技上市后公司持股比例将稀释至 18.95%，公司持有航宇科技股份对应市值约 11.94 亿。若航宇科技发行导致公司持股比例稀释至低于 18.95%；或航宇科技发行后估值低于 1 月 15 日国防军工（中信）指数 91.4xPE（TTM），公司所持航宇科技股份对应市值有可能不及预期。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	4,186	3,786	9,402	12,197	12,950	营业收入	20,213	21,427	20,941	24,078	27,885
应收票据、账款及款项融资	10,205	10,332	10,290	11,711	13,284	营业成本	18,302	19,236	18,785	21,582	24,967
预付账款	477	673	628	722	837	营业税金及附加	129	103	101	116	135
存货	13,383	13,665	13,337	15,323	17,726	营业费用	5	9	9	11	13
其他	3,174	2,869	2,925	3,357	3,740	管理费用及研发费用	389	472	481	586	707
<b>流动资产合计</b>	<b>31,424</b>	<b>31,325</b>	<b>36,583</b>	<b>43,311</b>	<b>48,537</b>	财务费用	65	66	34	(104)	(138)
长期股权投资	690	710	710	710	710	资产、信用减值损失	99	128	64	165	166
固定资产	533	526	873	1,479	1,738	公允价值变动收益	0	35	15	10	10
在建工程	0	0	0	0	5	投资净收益	36	29	10	10	10
无形资产	85	87	83	79	76	其他	4	11	10	10	10
其他	18,753	26,798	21,733	21,528	20,373	<b>营业利润</b>	<b>1,265</b>	<b>1,486</b>	<b>1,502</b>	<b>1,753</b>	<b>2,067</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>20,060</b>	<b>28,120</b>	<b>23,399</b>	<b>23,796</b>	<b>22,902</b>	营业外收入	1	2	2	2	2
<b>资产总计</b>	<b>51,484</b>	<b>59,445</b>	<b>59,982</b>	<b>67,107</b>	<b>71,439</b>	营业外支出	4	10	11	12	12
短期借款	3,112	3,985	500	600	700	<b>利润总额</b>	<b>1,262</b>	<b>1,478</b>	<b>1,492</b>	<b>1,743</b>	<b>2,057</b>
应付票据及应付账款	17,376	17,767	17,282	20,071	23,469	所得税	319	445	449	524	619
其他	11,902	12,935	13,163	13,724	14,423	<b>净利润</b>	<b>943</b>	<b>1,033</b>	<b>1,043</b>	<b>1,218</b>	<b>1,438</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>32,389</b>	<b>34,687</b>	<b>30,945</b>	<b>34,395</b>	<b>38,591</b>	少数股东损益	21	13	13	15	18
长期借款	8,336	12,959	16,279	18,839	17,659	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>922</b>	<b>1,021</b>	<b>1,031</b>	<b>1,204</b>	<b>1,420</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.60	0.67	0.67	0.79	0.93
其他	103	77	90	100	110						
<b>非流动负债合计</b>	<b>8,439</b>	<b>13,036</b>	<b>16,369</b>	<b>18,939</b>	<b>17,769</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>40,829</b>	<b>47,723</b>	<b>47,314</b>	<b>53,334</b>	<b>56,360</b>		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	960	1,092	1,104	1,119	1,137	成长能力					
实收资本(或股本)	1,530	1,530	1,530	1,530	1,530	营业收入	13.1%	6.0%	-2.3%	15.0%	15.8%
资本公积	4,051	4,047	4,047	4,047	4,047	营业利润	49.8%	17.5%	1.0%	16.7%	17.9%
留存收益	3,757	4,686	5,607	6,697	7,985	归属于母公司净利润	52.0%	10.7%	1.0%	16.8%	18.0%
其他	358	367	380	380	380	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>10,656</b>	<b>11,723</b>	<b>12,668</b>	<b>13,773</b>	<b>15,079</b>	毛利率	9.5%	10.2%	10.3%	10.4%	10.5%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>51,484</b>	<b>59,445</b>	<b>59,982</b>	<b>67,107</b>	<b>71,439</b>	净利率	4.6%	4.8%	4.9%	5.0%	5.1%
						ROE	11.8%	10.0%	9.3%	9.9%	10.7%
						ROIC	5.5%	4.1%	3.5%	3.5%	3.8%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	79.3%	80.3%	78.9%	79.5%	78.9%
净利润	943	1,033	1,043	1,218	1,438	净负债率	73.1%	125.1%	70.9%	64.9%	47.8%
折旧摊销	35	32	63	106	150	流动比率	0.97	0.90	1.18	1.26	1.26
财务费用	65	66	34	(104)	(138)	速动比率	0.56	0.51	0.75	0.81	0.80
投资损失	(36)	(29)	(10)	(10)	(10)	营运能力					
营运资金变动	3,802	853	9	(801)	(596)	应收账款周转率	1.9	2.0	1.9	2.1	2.1
其它	(5,907)	(1,593)	62	155	156	存货周转率	1.4	1.4	1.4	1.5	1.5
<b>经营活动现金流</b>	<b>(1,098)</b>	<b>362</b>	<b>1,201</b>	<b>565</b>	<b>1,000</b>	总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
资本支出	(30)	(29)	(404)	(704)	(405)	每股指标(元)					
长期投资	7	62	(10)	(10)	(20)	每股收益	0.60	0.67	0.67	0.79	0.93
其他	(4,377)	(6,632)	5,023	181	1,139	每股经营现金流	-0.72	0.24	0.79	0.37	0.65
<b>投资活动现金流</b>	<b>(4,400)</b>	<b>(6,599)</b>	<b>4,609</b>	<b>(533)</b>	<b>715</b>	每股净资产	6.34	6.95	7.56	8.27	9.11
债权融资	4,469	5,561	3,434	2,673	(1,068)	估值比率					
股权融资	2,840	(4)	0	0	0	市盈率	9.3	8.4	8.3	7.1	6.0
其他	390	(40)	(3,629)	91	106	市净率	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6
<b>筹资活动现金流</b>	<b>7,699</b>	<b>5,517</b>	<b>(195)</b>	<b>2,764</b>	<b>(962)</b>	EV/EBITDA	18.5	16.0	15.8	14.4	12.2
汇率变动影响	1	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	19.0	16.3	16.5	15.3	13.1
<b>现金净增加额</b>	<b>2,202</b>	<b>(720)</b>	<b>5,616</b>	<b>2,795</b>	<b>752</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

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在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)