

华阳国际 (002949.SZ)

盈利增长动力充足，现金流表现优异

核心设计主业快速增长，人均产值迎回升。公司2020年实现营收18.9亿元，同比大增59%，核心设计业务快速增长，EPC业务放量驱动营收加速；实现归母净利润1.7亿元，同增27%，符合预期；实现扣非后归母净利润1.6亿元，同增41%，疫情环境下经营性业绩仍能快速增长，彰显较强成长动力。分业务板块看，2020年公司建筑设计/造价咨询/EPC分别实现营收12.3/1.7/4.6亿元，分别同增33%/52%/261%，其中装配式建筑设计业务收入3.8亿元，同比大幅增长112%，公司装配式优势业务增长强劲。分季度看，Q1-4分别实现营收1.9/4.0/5.4/7.7亿元，同增8%/33%/72%/89%，逐季加速趋势清晰。Q1-4分别实现归母净利润-0.26/0.65/0.71/0.63亿元，同比变化-616%/103%/36%/36%。从人均产值上看，2020年底公司共有员工4941人，同比较快增长26%，为后续持续扩张奠定基础，剔除EPC业务后，2020年人均产值29.1万元，YoY+2万元，人均产值迎回升。公司拟现金分红约7800万元，分红率大幅提升至45%，YoY+16个pct。

快速扩张致毛利率短期下降，现金流表现亮眼。2020年公司毛利率26.3%，较上年下降5.0个pct，其中建筑设计/造价咨询/EPC业务毛利率分别为33.3%/32.4%/4.9%，YoY-1.4/-3.1/+0.9个pct，设计及造价业务毛利率下降主要系公司处快速扩张期，人力等成本前置所致，同时低毛利EPC业务占比提升，致整体毛利率有所下降。期间费用率12.8%，较上年同期下降3.6个pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别变动-0.6/-2.8/-0.6/+0.3个pct，其中销售费用率下降预计主要系疫情下公司品牌活动减少；管理费用率下降主要系规模效应呈现所致。资产(含信用)减值损失约4500万元，同比增加约2100万元，主要系子公司华泰盛计提商誉减值约700万元，同时合同资产计提减值约1300万元所致。净利率下降0.5个pct至9.2%。2020年公司经营性现金流净流入2.6亿元，较上年大幅增加1.8亿元表现亮眼，收现比98%，YoY+8个pct，主要系公司主动强化设计业务和EPC业务及代建业务收款所致。

新签订单大幅增长，有望促盈利持续较快增长。2020年公司建筑设计新签合同23.2亿元，同比大幅增长61%，其中装配式设计业务新签合同9.2亿元，占比高达40%，已成为公司重要增长引擎。EPC及全过程咨询等新业务新签合同18.9亿元，预计新业务高速增长。当前公司在手订单充裕，公司计划2021年建筑设计及造价咨询业务收入同比增长20%-30%，工程总承包及全过程工程咨询等新业务收入同比增长30%-80%，净利润同比增长20%-30%，较快增长趋势有望延续。

依托装配式与BIM核心技术，大力推进区域拓展及业务延伸。公司当前良好增长态势明确：1)区域扩张方面，公司以粤港澳大湾区为核心深耕华南，并积极拓展华中、华东、西南等区域市场，不断提升市场占有率；2)新业务开拓方面，为呼应社会对安居保障住房、长租公寓、绿色建筑的迫切需求，公司将持续加强装配式建筑和BIM等核心技术的研发和应用，装配式建筑设计规模有望进一步快速提升，BIM产品成长潜力充足；3)产业链延伸方面，公司稳健布局建筑全产业链，发展造价咨询、工程总承包、全过程工程咨询及代建项目管理、PC构件生产等延伸业务，依靠设计优势持续挖掘产业链价值，未来成长动力充足。

投资建议：我们预测公司2021-2023年归母净利润分别为2.2/2.8/3.5亿元，同比增长27%/26%/26%（2020-2023年CAGR为26%），对应EPS为1.12/1.42/1.79元，当前股价对应PE为18/14/11倍，公司不仅是国内装配式建筑设计领域稀缺龙头标的，同时成长性优异，维持“买入”评级。

风险提示：地产行业政策风险，装配式及BIM等新领域竞争加剧风险，跨地域经营风险等。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,195	1,894	2,413	3,038	3,798
增长率yoy(%)	30.4	58.5	27.4	25.9	25.0
归母净利润(百万元)	136	173	220	278	350
增长率yoy(%)	8.0	27.2	27.1	26.2	26.1
EPS最新摊薄(元/股)	0.69	0.88	1.12	1.42	1.79
净资产收益率(%)	12.6	13.2	14.1	15.3	16.4
P/E(倍)	28.5	22.4	17.6	13.9	11.1
P/B(倍)	3.4	2.8	2.4	2.1	1.8

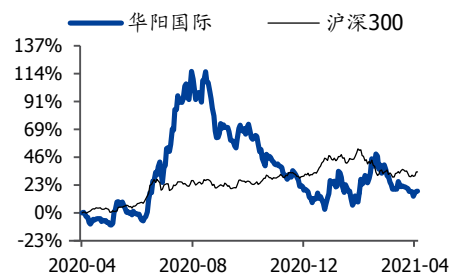
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为2021年04月20日收盘价

买入(维持)

股票信息

行业	房屋建设
前次评级	买入
04月20日收盘价	19.77
总市值(百万元)	3,875.53
总股本(百万股)	196.03
其中自由流通股(%)	47.70
30日日均成交量(百万股)	1.30

股价走势



作者

分析师 何亚轩

执业证书编号：S0680518030004

邮箱：heyaxuan@gszq.com

分析师 廖文强

执业证书编号：S0680519070003

邮箱：liaowenqiang@gszq.com

分析师 程龙戈

执业证书编号：S0680518010003

邮箱：chenglongge@gszq.com

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

相关研究

- 1、《华阳国际(002949.SZ)：大额激励绑定核心骨干，强化中长期成长动力》2021-03-30
- 2、《华阳国际(002949.SZ)：业绩增长27%符合预期，装配式与BIM加速开拓》2021-03-06
- 3、《华阳国际(002949.SZ)：Q3延续高增趋势，现金流持续改善》2020-10-28

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1208	1919	2464	2336	2984	营业收入	1195	1894	2413	3038	3798
现金	415	440	560	564	631	营业成本	820	1395	1767	2203	2730
应收票据及应收账款	483	496	902	762	1319	营业税金及附加	8	12	17	21	26
其他应收款	15	35	29	52	50	营业费用	30	36	55	74	99
预付账款	7	9	11	14	17	管理费用	114	129	193	246	319
存货	17	1	22	6	28	研发费用	53	73	109	148	186
其他流动资产	270	939	939	939	939	财务费用	-1	4	8	8	10
非流动资产	672	834	948	1096	1284	资产减值损失	0	-20	0	0	0
长期投资	32	36	40	43	47	其他收益	11	4	0	0	0
固定资产	386	362	464	592	755	公允价值变动收益	1	2	1	1	1
无形资产	74	199	223	251	268	投资净收益	10	12	10	10	10
其他非流动资产	180	237	222	210	215	资产处置收益	-0	3	0	0	0
资产总计	1879	2753	3411	3433	4268	营业利润	169	221	275	348	440
流动负债	696	964	1445	1244	1766	营业外收入	3	0	3	2	2
短期借款	11	69	69	69	131	营业外支出	0	1	1	1	1
应付票据及应付账款	120	182	201	277	315	利润总额	172	220	276	349	442
其他流动负债	565	713	1174	898	1320	所得税	23	29	39	48	60
非流动负债	5	343	284	227	173	净利润	148	191	237	301	382
长期借款	0	339	279	222	169	少数股东损益	12	18	17	23	31
其他非流动负债	5	4	4	4	4	归属母公司净利润	136	173	220	278	350
负债合计	701	1307	1728	1470	1939	EBITDA	194	282	334	418	511
少数股东权益	28	46	63	86	117	EPS (元)	0.69	0.88	1.12	1.42	1.79
股本	196	196	196	196	196	主要财务比率					
资本公积	642	642	642	642	642	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
留存收益	308	442	643	916	1274	成长能力					
归属母公司股东权益	1150	1400	1620	1876	2211	营业收入(%)	30.4	58.5	27.4	25.9	25.0
负债和股东权益	1879	2753	3411	3433	4268	营业利润(%)	9.7	30.9	24.3	26.7	26.6
						归属于母公司净利润(%)	8.0	27.2	27.1	26.2	26.1
						获利能力					
						毛利率(%)	31.4	26.3	26.8	27.5	28.1
						净利率(%)	11.4	9.1	9.1	9.1	9.2
						ROE(%)	12.6	13.2	14.1	15.3	16.4
						ROIC(%)	11.9	11.2	11.6	13.3	14.6
						偿债能力					
						资产负债率(%)	37.3	47.5	50.7	42.8	45.4
						净负债比率(%)	-34.2	-2.0	-8.4	-10.2	-10.9
						流动比率	1.7	2.0	1.7	1.9	1.7
						速动比率	1.7	1.8	1.6	1.7	1.6
						营运能力					
						总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.9	1.0
						应收账款周转率	3.0	3.9	3.5	3.7	3.7
						应付账款周转率	9.1	9.2	9.2	9.2	9.2
						每股指标 (元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.69	0.88	1.12	1.42	1.79
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.39	1.32	1.44	1.52	1.69
						每股净资产(最新摊薄)	5.87	7.14	8.27	9.57	11.28
						估值比率					
						P/E	28.5	22.4	17.6	13.9	11.1
						P/B	3.4	2.8	2.4	2.1	1.8
						EV/EBITDA	16.7	11.1	9.1	7.2	5.8

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 04 月 20 日收盘价

图表 1: 公司主要财务数据

单位: 百万元	2019年	2020年	2019一季单季	2019二季单季	2019三季单季	2019四季单季	2020一季单季	2020二季单季	2020三季单季	2020四季单季
营业收入	1,195	1,894	176	299	313	407	190	397	539	768
营业成本	820	1,395	128	215	197	281	169	263	384	580
毛利率	31.36%	26.34%	27.28%	28.29%	37.00%	31.06%	10.83%	33.84%	28.82%	24.55%
销售费用	30	36	5	6	8	10	6	6	9	15
管理费用	114	129	26	23	29	36	30	24	36	38
研发费用	53	73	12	11	11	18	15	16	17	24
财务费用	-1	4	-1	-1	0	0	0	1	1	2
销售费用率	2.48%	1.88%	3.08%	2.09%	2.65%	2.36%	3.08%	1.59%	1.65%	1.90%
管理费用率	9.57%	6.79%	14.94%	7.58%	9.38%	8.85%	15.84%	6.10%	6.68%	4.99%
研发费用率	4.40%	3.85%	6.84%	3.80%	3.52%	4.47%	7.86%	4.14%	3.17%	3.18%
财务费用率	-0.12%	0.19%	-0.41%	-0.22%	-0.07%	0.03%	-0.01%	0.15%	0.21%	0.24%
期间费用率	16.32%	12.71%	24.45%	13.26%	15.48%	15.71%	26.77%	11.99%	11.70%	10.32%
资产(含信用)减值损失	24	45	1	-12	-6	-6	-2	-10	-13	-20
投资收益	10	12	2	2	5	1	0	1	5	6
营业外收入	3	0	1	1	1	0	0	0	0	0
营业外支出	0	1	0	0	0	0	0	1	0	0
税前利润	172	220	6	39	66	61	-30	75	84	90
所得税	23	29	0	5	11	8	-4	8	10	15
所得税率	13.47%	12.99%	-3.38%	12.70%	15.91%	12.93%	14.14%	10.46%	11.66%	16.72%
少数股东权益占比	8.25%	9.37%	15.65%	4.35%	6.24%	12.00%	-3.53%	2.67%	4.92%	15.43%
归母净利润	136	173	5	32	52	47	-26	66	71	63
净利率	11.40%	9.15%	2.91%	10.81%	16.65%	11.46%	-13.89%	16.54%	13.10%	8.25%
摊薄EPS (元)	0.69	0.88	0.03	0.17	0.27	0.24	-0.13	0.33	0.36	0.32
经营性现金流净额	76	260	-119	15	2	177	-159	72	41	306
收现比	90%	98%	80%	76%	80%	114%	86%	82%	84%	119%
付现比	27%	40%	51%	16%	34%	20%	43%	20%	47%	44%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京 地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层 邮编：100032 传真：010-57671718 邮箱：gsresearch@gszq.com	上海 地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层 邮编：200120 电话：021-38934111 邮箱：gsresearch@gszq.com
南昌 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com	深圳 地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com