

华阳国际 (002949)

证券研究报告

2021 年 04 月 21 日

Q4 扣非业绩增速超 60%，人效拐点初现

20 FY 营收增速创新高，维持“买入”评级

公司 20FY 实现营收 18.94 亿元，yoy+58.6%，实现归母净利 1.73 亿元，yoy+27.2%，与业绩快报基本一致，实现扣非业绩 1.61 亿元，yoy+41.1%，20 年业绩增速低于扣非业绩增速，主要系公司总部搬迁涉及政府补助退还问题，20FY 政府补助-368 万元，19FY 为 1310 万元。20FY 公司 CFO 净流入 2.6 亿元，同比多流入 1.8 亿元，除利润明显增长外，主业较好的收现情况和工程预收款对现金流帮助较大，良好收现情况下公司 20FY 现金分红率达 45%。20FY 公司设计订单增速 61%，装配式业务占比超 39%，我们认为 21 年公司设计收入有望较快增长，同时人效有望进一步提升，预计 21-23 年业绩 2.3/3.1/4.0 亿元，对应 PE17/12/10 倍，维持“买入”评级。

20Q4 营收、归母净利双高增，装配式业务表现亮眼

分季度看，20Q1-4 公司营收增速 8.2%/32.6%/72.3%/88.7%，Q2-4 归母净利增速 102.9%/35.6%/35.9%，扣非净利增速 125%/44.6%/62.4%，Q4 增速较 Q3 进一步提升，我们预计公司 21Q1 仍保持较快的收入增速。分业务看，20FY 公司设计/造价/总承包业务收入 12.3/1.7/4.6 亿元，yoy+33%/52%/261%。设计业务中装配式收入 3.8 亿元，yoy+112%，占比 31%，后续预计仍有较大提升空间。设计业务中住宅/公建/商业综合体占比 49%/27%/24%，业务结构相对稳定，公建占比有所提升。

费用管控良好，人效拐点初步显现

20FY 公司设计业务毛利率同比下降 1.41pct，降幅大幅收窄。公司 20FY 末人数 4941 人，yoy+26%，我们认为人效拐点初步显现，后续毛利率提升可期。20FY 公司造价/总承包业务毛利率同比变动-3.07/0.86pct，综合毛利率降 5pct，主要与 EPC 收入增长加快及各业务毛利率下行相关。销售/管理/研发/财务费用率同比变动-0.6/-2.8/-0.6/+0.3pct，费用摊薄较明显，与 EPC 收入大幅增长相关，预计也与自身控费有一定关系。资产负债率上行 10pct 至 47.5pct，主要系公司可转债发行计入应付债券，实际流动负债率有所降低。报告期内，公司资产周转率 0.82 次，同比升 0.04 次。

区域扩张成果显著，看好公司中长期发展，维持“买入”评级

20FY 公司华东与西南区域设计收入增速均接近或超过 40%，区域扩张成效显著。公司 BIM 与装配式研发持续推进，上线华阳速建 2020、IBIM2.0，华阳知乎搜索系统和云算量系统，自用软件快速迭代有望助力公司正向设计效率持续提升。后续公司人效提升逻辑有望逐步兑现，BIM 有望成为公司后续市场竞争的重要壁垒。根据 20 年年报业绩，我们略微调整公司 21-23 年归母净利至 2.3/3.1/4.0 亿元（前值 2.4/3.4 亿元），对应 PE17/12/10 倍，参考可比公司给予 25x 估值，目标价 29.5 元，维持“买入”评级。

风险提示：人效提升不及预期、EPC 对现金流影响超预期、区域拓展不及预期

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,194.65	1,894.09	2,538.69	3,187.21	4,143.38
增长率(%)	30.41	58.55	34.03	25.55	30.00
EBITDA(百万元)	258.93	344.88	350.84	495.67	635.96
净利润(百万元)	136.18	173.27	231.75	311.02	404.71
增长率(%)	7.98	27.24	33.75	34.20	30.12
EPS(元/股)	0.69	0.88	1.18	1.59	2.06
市盈率(P/E)	28.46	22.37	16.72	12.46	9.58
市净率(P/B)	3.37	2.77	2.69	2.34	1.99
市销率(P/S)	3.24	2.05	1.53	1.22	0.94
EV/EBITDA	13.51	8.17	7.74	6.18	4.39

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑装饰/房屋建设
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	19.77 元
目标价格	29.5 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	196.03
流通 A 股股本(百万股)	93.50
A 股总市值(百万元)	3,875.53
流通 A 股市值(百万元)	1,848.46
每股净资产(元)	6.55
资产负债率(%)	47.48
一年内最高/最低(元)	37.16/15.13

作者

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001
wangtao@tfzq.com

股价走势

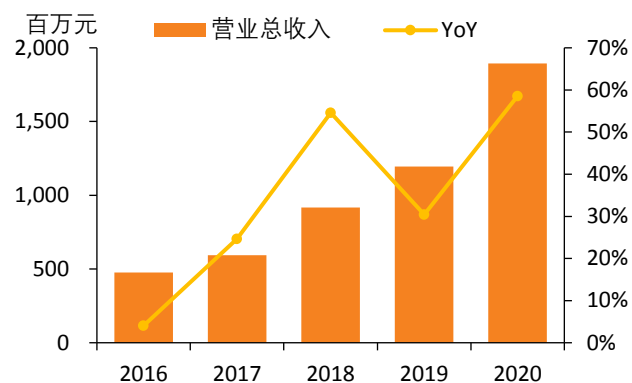


资料来源：贝格数据

相关报告

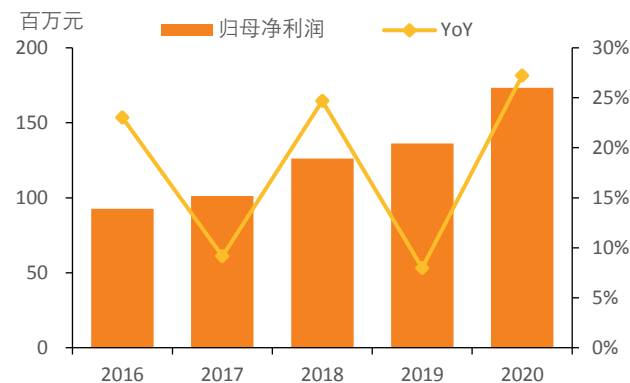
1 《华阳国际-首次覆盖报告:装配式设计龙头，信息化助力突破人效与规模天花板》 2021-03-11

图 1：公司历年营收及同比增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：公司历年归母净利润及同比增速



资料来源：wind，天风证券研究所

表 1：可比公司估值表

证券名称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS				PE			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020E	2021E	2022E	2023E
鸿路钢构	276.79	52.85	1.5	2.1	2.7	3.4	34.6	25.4	19.6	15.4
亚厦股份	103.98	7.76	-	0.4	0.5	-	-	19.9	15.8	-
海鸥住工	41.71	7.52	0.3	0.4	0.5	0.7	27.4	18.3	13.9	10.7
平均							31.0	21.2	16.4	13.1
华阳国际	38.76	19.77	0.9	1.2	1.6	2.1	22.4	16.7	12.5	9.6

资料来源：wind，天风证券研究所，注：数据截至 2021/04/21，除华阳国际外其他盈利预测来自 wind 一致预期

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	414.52	439.79	672.75	844.61	1,098.00
应收票据及应收账款	483.45	496.39	913.99	838.98	1,416.86
预付账款	6.78	8.77	32.83	44.02	55.55
存货	16.97	0.51	61.88	27.78	88.40
其他	285.84	973.80	789.97	840.47	834.56
流动资产合计	1,207.57	1,919.27	2,471.43	2,595.87	3,493.36
长期股权投资	32.31	36.12	46.12	56.12	66.12
固定资产	385.65	361.96	418.69	469.85	515.34
在建工程	54.20	111.66	113.33	114.66	115.73
无形资产	74.07	199.47	201.01	201.96	202.31
其他	125.57	124.99	141.43	144.61	154.42
非流动资产合计	671.79	834.20	920.57	987.19	1,053.92
资产总计	1,879.36	2,753.46	3,392.00	3,583.06	4,547.28
短期借款	10.53	69.25	230.28	696.13	615.92
应付票据及应付账款	120.40	182.10	223.73	327.05	370.00
其他	565.50	712.78	1,307.12	646.52	1,280.08
流动负债合计	696.43	964.12	1,761.13	1,669.70	2,266.01
长期借款	0.00	4.82	3.82	2.82	2.82
应付债券	0.00	333.95	111.32	148.42	197.90
其他	4.86	4.37	4.94	4.72	4.68
非流动负债合计	4.86	343.14	120.08	155.97	205.40
负债合计	701.29	1,307.27	1,881.22	1,825.67	2,471.40
少数股东权益	28.27	46.19	69.11	98.01	133.20
股本	196.03	196.03	196.03	196.03	196.03
资本公积	641.83	641.83	641.83	641.83	641.83
留存收益	949.35	1,083.41	1,245.64	1,463.35	1,746.65
其他	(637.41)	(521.26)	(641.83)	(641.83)	(641.83)
股东权益合计	1,178.07	1,446.20	1,510.78	1,757.39	2,075.88
负债和股东权益总计	1,879.36	2,753.46	3,392.00	3,583.06	4,547.28

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	148.43	191.20	231.75	311.02	404.71
折旧摊销	34.40	49.03	42.06	48.56	55.09
财务费用	0.00	4.47	14.92	55.15	70.32
投资损失	(9.57)	(11.76)	(12.00)	(13.00)	(10.00)
营运资金变动	159.68	263.74	302.41	(513.51)	22.21
其它	(256.89)	(237.03)	22.92	28.89	35.19
经营活动现金流	76.05	259.65	602.06	(82.89)	577.51
资本支出	228.26	189.25	101.43	102.22	102.04
长期投资	(2.81)	3.81	10.00	10.00	10.00
其他	(462.85)	(900.56)	(211.43)	(211.22)	(214.04)
投资活动现金流	(237.41)	(707.49)	(100.00)	(99.00)	(102.00)
债权融资	10.53	410.27	346.18	848.38	817.98
股权融资	473.39	112.58	(135.48)	(55.15)	(70.32)
其他	(63.40)	(47.10)	(479.79)	(439.48)	(969.79)
筹资活动现金流	420.53	475.74	(269.10)	353.75	(222.13)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	259.17	27.89	232.96	171.86	253.38

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,194.65	1,894.09	2,538.69	3,187.21	4,143.38
营业成本	819.96	1,395.28	1,871.91	2,305.61	2,987.36
营业税金及附加	8.03	12.22	16.50	20.72	26.93
营业费用	29.57	35.67	53.31	63.74	82.87
管理费用	114.29	128.67	172.63	216.73	281.75
研发费用	52.56	72.89	101.55	124.30	161.59
财务费用	(1.48)	3.57	14.92	55.15	70.32
资产减值损失	0.00	24.11	26.00	22.00	32.00
公允价值变动收益	1.08	2.19	0.00	0.00	0.00
投资净收益	9.57	11.76	12.00	13.00	10.00
其他	(7.75)	(13.25)	(24.00)	(26.00)	(20.00)
营业利润	168.81	220.98	293.86	391.96	510.56
营业外收入	2.93	0.19	2.00	2.00	2.00
营业外支出	0.21	1.44	1.44	1.00	4.00
利润总额	171.52	219.73	294.42	392.96	508.56
所得税	23.10	28.53	39.75	53.05	68.66
净利润	148.43	191.20	254.67	339.91	439.90
少数股东损益	12.25	17.92	22.92	28.89	35.19
归属于母公司净利润	136.18	173.27	231.75	311.02	404.71
每股收益（元）	0.69	0.88	1.18	1.59	2.06

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	30.41%	58.55%	34.03%	25.55%	30.00%
营业利润	9.71%	30.90%	32.98%	33.38%	30.26%
归属于母公司净利润	7.98%	27.24%	33.75%	34.20%	30.12%
获利能力					
毛利率	31.36%	26.34%	26.26%	27.66%	27.90%
净利率	11.40%	9.15%	9.13%	9.76%	9.77%
ROE	11.84%	12.38%	16.08%	18.74%	20.83%
ROIC	39.85%	49.44%	49.40%	137.24%	59.42%
偿债能力					
资产负债率	37.32%	47.48%	55.46%	50.95%	54.35%
净负债率	-34.29%	-2.04%	-21.62%	0.21%	-13.49%
流动比率	1.73	1.99	1.40	1.55	1.54
速动比率	1.71	1.99	1.37	1.54	1.50
营运能力					
应收账款周转率	3.02	3.87	3.60	3.64	3.67
存货周转率	62.65	216.67	81.37	71.09	71.33
总资产周转率	0.78	0.82	0.83	0.91	1.02
每股指标（元）					
每股收益	0.69	0.88	1.18	1.59	2.06
每股经营现金流	0.39	1.32	3.07	-0.42	2.95
每股净资产	5.87	7.14	7.35	8.46	9.91
估值比率					
市盈率	28.46	22.37	16.72	12.46	9.58
市净率	3.37	2.77	2.69	2.34	1.99
EV/EBITDA	13.51	8.17	7.74	6.18	4.39
EV/EBIT	14.99	9.02	8.79	6.85	4.81

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com