

# 华阳国际 (002949.SZ)

## Q1 营收快速增长，全年业绩有望逐季放量

营收延续高增趋势，后续业绩有望逐季放量。公司 2021Q1 实现营收 3.6 亿元，同增 92%（较 2019Q1 增长 108%，两年 Q1 复合增速 44%）。其中建筑设计/造价咨询/工程总承包及全过程咨询新业务分别实现营收 2.3/0.3/1.1 亿元，同增 48%/32%/791%，核心设计业务持续快速增长、EPC 业务延续 2020 年放量趋势，驱动公司 Q1 营收大幅加速。实现归母净利润亏损约 770 万元，较上年同期收窄约 1900 万元；扣非后归母净利润亏损约 1300 万元，较上年同期收窄约 1800 万元，亏损幅度收窄主要系公司摆脱疫情影响，经营已恢复至正常状态。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%，当前公司在手订单饱满，人才储备雄厚，预计随着公司订单不断转化，业绩有望逐季放量。

### EPC 放量致毛利率下降，规模效应致费用率下降，现金流流出有所增加。

2021Q1 公司毛利率 15.5%，YoY+4.7 个 pct，较 2019Q1 下降 12 个 pct，主要系 EPC 业务占比提升所致。期间费用率 17.5%，YoY-9.2 个 pct，较 2019Q1 下降 6.9 个 pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别 YoY-1.0/-6.3/-2.7/+0.8 个 pct，其中销售费用率、管理费用率下降主要系规模效应呈现所致；财务费用率上升主要系新租赁准则下利息费有所增加。资产（含信用）减值损失约 700 万元，同比增加约 500 万元，预计主要系收入规模快速扩张，对应应收款计提减值增多所致。净利率-2.12%，YoY+11.8 个 pct。Q1 公司经营性现金流净流出 2.7 亿元，较上年同期扩大 1.1 亿元，现金流流出增加主要系公司 Q1 支付 EPC 工程款、跨期产值奖金及年终奖，以及 Q1 人工成本增加所致。收现比 72%，YoY-14 个 pct。

装配式与 BIM 技术优势加速显现，装配式房建设计龙头成长动力充足。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。2010 年至今，公司持续加强 BIM 技术研发与应用，目前 BIM 应用开发团队达 100 人、BIM 正向设计师达 400 人，相关技术与业务能力储备丰富，市场化推广潜力充足。未来发展方面：1) 区域扩张：公司将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) 产业链延伸：公司稳健布局建筑全产业链，发展 BIM、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；3) 平台化管理体系建设：公司不断升级组织管理模式，在专业化分工基础上落实“大平台、小团队”管理架构，有望拉动人均产值逐步回升，提升公司盈利水平。

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 17/14/11 倍，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)	27.9	21.9	17.3	13.7	10.8
P/B(倍)	3.3	2.7	2.3	2.0	1.7

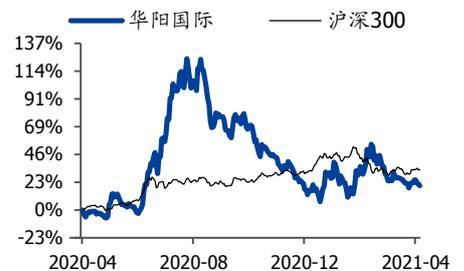
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 04 月 27 日收盘价

买入（维持）

### 股票信息

行业	房屋建设
前次评级	买入
04 月 27 日收盘价	19.39
总市值(百万元)	3,801.04
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)	1.05

### 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

- 《华阳国际 (002949.SZ)：盈利增长动力充足，现金流表现优异》2021-04-21
- 《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
- 《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



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	1208	1919	2464	2336	2984
现金	415	440	560	564	631
应收票据及应收账款	483	496	902	762	1319
其他应收款	15	35	29	52	50
预付账款	7	9	11	14	17
存货	17	1	22	6	28
其他流动资产	270	939	939	939	939
<b>非流动资产</b>	672	834	948	1096	1284
长期投资	32	36	40	43	47
固定资产	386	362	464	592	755
无形资产	74	199	223	251	268
其他非流动资产	180	237	222	210	215
<b>资产总计</b>	1879	2753	3411	3433	4268
<b>流动负债</b>	696	964	1445	1244	1766
短期借款	11	69	69	69	131
应付票据及应付账款	120	182	201	277	315
其他流动负债	565	713	1174	898	1320
<b>非流动负债</b>	5	343	284	227	173
长期借款	0	339	279	222	169
其他非流动负债	5	4	4	4	4
<b>负债合计</b>	701	1307	1728	1470	1939
少数股东权益	28	46	63	86	117
股本	196	196	196	196	196
资本公积	642	642	642	642	642
留存收益	308	442	643	916	1274
归属母公司股东权益	1150	1400	1620	1876	2211
<b>负债和股东权益</b>	1879	2753	3411	3433	4268

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	76	260	282	299	330
净利润	148	191	237	301	382
折旧摊销	34	49	58	73	75
财务费用	-1	4	8	8	10
投资损失	-10	-12	-10	-10	-10
营运资金变动	-115	-9	-11	-73	-124
其他经营现金流	20	36	-1	-1	-1
<b>投资活动现金流</b>	-237	-707	-162	-211	-251
资本支出	204	238	110	145	184
长期投资	0	0	-3	-3	-4
其他投资现金流	-33	-469	-55	-69	-71
<b>筹资活动现金流</b>	421	476	-0	-84	-74
短期借款	-8	59	0	0	0
长期借款	0	339	-60	-57	-53
普通股增加	49	0	0	0	0
资本公积增加	422	0	0	0	0
其他筹资现金流	-43	78	59	-27	-20
<b>现金净增加额</b>	259	28	121	3	6

**利润表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	1195	1894	2413	3038	3798
营业成本	820	1395	1767	2203	2730
营业税金及附加	8	12	17	21	26
营业费用	30	36	55	74	99
管理费用	114	129	193	246	319
研发费用	53	73	109	148	186
财务费用	-1	4	8	8	10
资产减值损失	0	-20	0	0	0
其他收益	11	4	0	0	0
公允价值变动收益	1	2	1	1	1
投资净收益	10	12	10	10	10
资产处置收益	-0	3	0	0	0
<b>营业利润</b>	169	221	275	348	440
营业外收入	3	0	3	2	2
营业外支出	0	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	172	220	276	349	442
所得税	23	29	39	48	60
<b>净利润</b>	148	191	237	301	382
少数股东损益	12	18	17	23	31
<b>归属母公司净利润</b>	136	173	220	278	350
EBITDA	194	282	334	418	511
EPS (元)	0.69	0.88	1.12	1.42	1.79

**主要财务比率**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	30.4	58.5	27.4	25.9	25.0
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
<b>获利能力</b>					
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
<b>偿债能力</b>					
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
<b>营运能力</b>					
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
<b>每股指标 (元)</b>					
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
<b>估值比率</b>					
P/E	27.9	21.9	17.3	13.7	10.8
P/B	3.3	2.7	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA	16.3	10.9	8.9	7.0	5.7

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 04 月 27 日收盘价

图表 1: 公司主要财务数据

单位: 百万元	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2020一季单季	2021一季单季
营业收入	475	593	916	1,195	1,894	190	365
营业成本	286	379	623	820	1,395	169	308
<b>毛利率</b>	<b>39.79%</b>	<b>36.11%</b>	<b>32.05%</b>	<b>31.36%</b>	<b>26.34%</b>	<b>10.83%</b>	<b>15.49%</b>
销售费用	17	13	19	30	36	6	8
管理费用	53	57	78	114	129	30	35
研发费用	20	23	36	53	73	15	19
财务费用	1	0	1	-1	4	0	3
销售费用率	3.58%	2.22%	2.11%	2.48%	1.88%	3.08%	2.10%
管理费用率	11.14%	9.63%	8.52%	9.57%	6.79%	15.84%	9.51%
研发费用率	4.12%	3.92%	3.89%	4.40%	3.85%	7.86%	5.13%
财务费用率	0.28%	0.07%	0.11%	-0.12%	0.19%	-0.01%	0.79%
<b>期间费用率</b>	<b>19.11%</b>	<b>15.85%</b>	<b>14.63%</b>	<b>16.32%</b>	<b>12.71%</b>	<b>26.77%</b>	<b>17.53%</b>
资产(含信用)减值损失	-3	4	10	-24	45	2	7
投资收益	10	11	7	10	12	0	2
营业外收入	7	5	4	3	0	0	0
营业外支出	0	4	0	0	1	0	0
税前利润	113	125	158	172	220	-30	-9
所得税	17	19	23	23	29	-4	-2
<b>所得税率</b>	<b>14.91%</b>	<b>15.19%</b>	<b>14.73%</b>	<b>13.47%</b>	<b>12.99%</b>	<b>14.14%</b>	<b>18.91%</b>
少数股东权益占比	3.71%	4.79%	6.18%	8.25%	9.37%	-3.53%	-2.05%
归母净利润	93	101	126	136	173	-26	-8
<b>净利率</b>	<b>19.48%</b>	<b>17.07%</b>	<b>13.77%</b>	<b>11.40%</b>	<b>9.15%</b>	<b>-13.89%</b>	<b>-2.12%</b>
摊薄EPS(元)	0.4726	0.5160	0.6433	0.6947	0.8839	-0.1346	-0.0395
<b>经营性现金流净额</b>	<b>134</b>	<b>135</b>	<b>182</b>	<b>76</b>	<b>260</b>	<b>-159</b>	<b>-271</b>
收现比	108%	103%	104%	90%	98%	86%	72%
付现比	17%	30%	37%	27%	40%	43%	49%

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

#### 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

#### 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

#### 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