

华设集团（603018）

Q2 单季度收入/利润承压，看好 21H2 经营改善

经营总体稳健，维持“买入”评级

公司 21H1 实现营收 21.5 亿元，同比+6.8%，实现归母净利 2.3 亿元，同比+3.9%，实现扣非归母净利润 2.3 亿元，同比+8.1%，扣非业绩增速更高主要系非经常性损益中政府补贴同比减少 409 万元及委托他人投资或资产管理的损益同比减少 580 万元。21H1 公司 CFO 净流出 5.1 亿元，同比多流出 0.88 亿元，主要系支付给职工薪酬同比多增 1.7 亿元所致。考虑到 21 年合同额、营收、业绩增长目标区间均为 10%-30%，我们认为 21H2 收入和利润有望提速，维持“买入”评级。

毛利率维持较高水平，费用率水平影响净利率提升

分季度看，21Q1-2 公司营收增速 40.3%/-6.5%，Q1-2 归母净利增速 33.5%/-6.7%，Q2 单季度收入和利润增长承压。21H1 公司综合毛利率 33.38%，同比小幅提升 0.01pct，21H1 公司期间费用率 15.97%，同比+0.83pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比变动+0.46/-0.01/+0.47/-0.10pct，费用率提升主要系公司加大研发和营销费用投入。21H1 资产（含信用）减值损失占收入的比重同比-0.39pct 至 4.96%，综合影响下，21H1 公司销售净利率 10.78%，同比-0.54pct。

装配式&高速公路运营业务持续推进，智慧交通带来发展新机遇

21H1 公司和盐城交投共同出资设立的华设盐城智能制造有限公司已建成并实现量产，目前已为京沪高速改扩建工程、建兴高速、盐城兴创路北延等工程提供桥梁预制构件，产出 2.5 万方砼。此外，公司和苏州交通工程集团、苏中交投、吴中交投出资设立的苏州工业化建造数字孪生工厂项目已落地。高速公路服务区运营方面，公司现有锦丰服务区的稳定运行，京港澳路段新乡服务区正在改造建设。目前公司以 BIM+GIS 技术为先导取得的项目合同额约 2.6 亿元，以 BIM+GIS 系统作为生产平台的项目合同额约 6.7 亿元，有力地支撑了公司数字化转型。此外中望软件与江苏狄诺尼正式达成战略合作，面向公路、市政、轨道交通和水运等基础设施领域打造全国产“中望 CAD 平台+狄诺尼 EICAD”解决方案。江苏狄诺尼成立 3 年来，营业收入保持了 100%的年均增长速度。

持续稳健增长基础牢固，维持“买入”评级

20 年公司新签订单 102.3 亿元，yoy+27.7%，其中勘察设计类订单 70.5 亿，yoy+10.1%，考虑到公司 Q2 单季度收入和利润增长承压，我们调整公司 21-23 年归母净利润至 6.5/7.6/8.7 亿元（前值 7.0/8.4/9.7 亿元），参考当前可比公司 21 年 Wind 一致预期平均 PE 为 9.84 倍，认可给予公司 21 年 10 倍 PE，对应目标价 9.80 元，维持“买入”评级。

风险提示：订单执行不及预期；人效提升不及预期；EPC 对现金流影响超预期。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,688.41	5,353.80	5,961.27	6,651.32	7,414.88
增长率(%)	11.67	14.19	11.35	11.58	11.48
EBITDA(百万元)	1,017.32	1,476.85	1,388.40	1,502.03	1,617.88
净利润(百万元)	517.97	582.70	654.78	757.35	871.36
增长率(%)	30.74	12.50	12.37	15.66	15.05
EPS(元/股)	0.77	0.87	0.98	1.13	1.30
市盈率(P/E)	10.34	9.19	8.18	7.07	6.15
市净率(P/B)	1.87	1.60	1.30	1.14	1.00
市销率(P/S)	1.14	1.00	0.90	0.81	0.72
EV/EBITDA	3.20	2.97	2.27	1.84	1.41

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑装饰/基础建设
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	8.01 元
目标价格	9.80 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	668.62
流通 A 股股本(百万股)	668.62
A 股总市值(百万元)	5,355.65
流通 A 股市值(百万元)	5,355.65
每股净资产(元)	5.23
资产负债率(%)	60.89
一年内最高/最低(元)	15.78/6.77

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

武慧东 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050002
wuhuidong@tfzq.com

王雯 联系人
wangwena@tfzq.com

股价走势



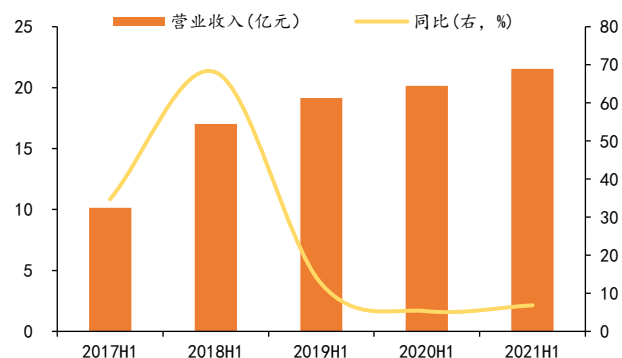
资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《华设集团-季报点评:Q1 扣非业绩增速超 40%，持续稳健增长基础牢固》2021-04-29
- 2 《华设集团-年报点评报告:经营总体稳健，区域开拓力度明显增强》2021-03-30
- 3 《中设集团-季报点评:营收、净利润增速继续回升，毛利率稳步提升》2020-10-27

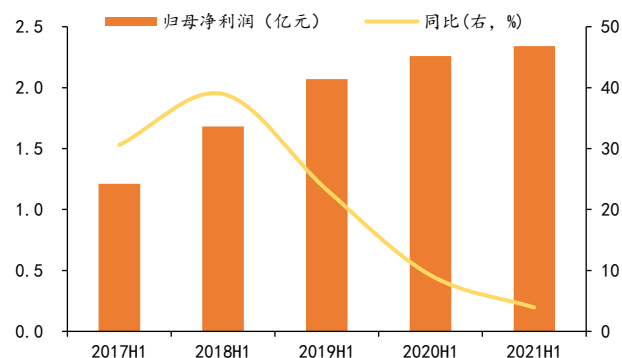
公司历年经营情况及可比公司估值

图 1：公司 2017H1-2021H1 营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司 2017H1-2021H1 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

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
300284.SZ	苏交科	71.20	7.78	0.40	0.55	0.65	19.45	14.15	11.97
603017.SH	中衡设计	25.07	9.07	0.79	0.96	1.15	11.48	9.45	7.89
603458.SH	勘设股份	33.99	10.92	1.64	1.84	2.05	6.66	5.93	5.33
	平均						12.53	9.84	8.39
603018.SH	华设集团	53.56	8.06	0.87	0.98	1.13	9.26	8.22	7.13

注：数据截至 20210819 收盘，除华设集团外，其余公司 21/22 年 EPS 为 Wind 一致预测。

资料来源：Wind、天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,486.05	1,556.26	2,276.00	2,693.70	3,218.04
应收票据及应收账款	4,538.82	2,978.14	6,460.53	6,472.58	7,945.24
预付账款	163.00	237.66	129.14	258.41	145.08
存货	634.40	458.71	919.58	720.07	916.10
其他	165.42	2,788.08	159.42	301.10	45.55
流动资产合计	6,987.68	8,018.85	9,944.67	10,445.88	12,270.01
长期股权投资	118.13	166.03	166.03	166.03	166.03
固定资产	389.06	387.29	386.84	371.80	339.77
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	49.37	46.21	57.46	55.66	50.19
其他	530.12	587.78	542.10	536.28	530.45
非流动资产合计	1,086.68	1,187.30	1,152.43	1,129.76	1,086.44
资产总计	8,074.37	9,206.15	11,097.10	11,575.63	13,356.45
短期借款	330.89	232.23	400.00	400.00	400.00
应付票据及应付账款	2,181.35	2,623.62	2,378.25	2,838.85	4,094.09
其他	2,618.97	2,887.99	4,080.32	3,501.23	3,334.72
流动负债合计	5,131.20	5,743.84	6,858.56	6,740.08	7,828.81
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	11.58	11.21	11.00	10.50	10.00
非流动负债合计	11.58	11.21	11.00	10.50	10.00
负债合计	5,142.78	5,755.05	6,869.56	6,750.58	7,838.81
少数股东权益	64.00	95.75	116.54	136.75	169.48
股本	464.37	557.18	668.62	668.62	668.62
资本公积	667.58	575.28	686.72	686.72	686.72
留存收益	2,467.88	2,842.18	3,442.38	4,019.68	4,679.54
其他	(732.24)	(619.30)	(686.72)	(686.72)	(686.72)
股东权益合计	2,931.59	3,451.10	4,227.54	4,825.05	5,517.64
负债和股东权益总计	8,074.37	9,206.15	11,097.10	11,575.63	13,356.45

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	532.81	604.58	654.78	757.35	871.36
折旧摊销	68.76	65.18	59.19	64.85	68.50
财务费用	15.92	15.58	(6.35)	(0.67)	3.76
投资损失	(31.57)	(25.50)	(32.05)	(31.69)	(23.88)
营运资金变动	(229.42)	(1,795.41)	(215.56)	(196.66)	(205.75)
其它	47.76	1,539.77	22.69	20.22	32.72
经营活动现金流	404.26	404.21	482.70	613.39	746.71
资本支出	75.90	94.24	70.21	48.50	31.50
长期投资	24.95	47.89	0.00	0.00	0.00
其他	33.34	(238.11)	(104.36)	(64.81)	(38.62)
投资活动现金流	134.19	(95.98)	(34.15)	(16.31)	(7.12)
债权融资	330.89	232.23	400.00	400.00	400.00
股权融资	(18.43)	22.86	273.24	0.68	(3.76)
其他	(448.59)	(516.88)	(402.06)	(580.05)	(611.50)
筹资活动现金流	(136.13)	(261.79)	271.18	(179.38)	(215.26)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	402.32	46.44	719.74	417.71	524.34

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	4,688.41	5,353.80	5,961.27	6,651.32	7,414.88
营业成本	3,225.21	3,588.23	4,001.49	4,471.79	4,991.72
营业税金及附加	35.55	38.90	43.32	48.33	53.88
营业费用	175.15	242.66	270.05	301.30	334.41
管理费用	301.88	337.69	375.56	419.03	459.72
研发费用	191.42	224.95	247.39	275.36	300.30
财务费用	11.95	(1.70)	(6.35)	(0.67)	3.76
资产减值损失	21.64	(254.12)	(275.58)	(270.00)	(250.65)
公允价值变动收益	0.00	0.00	(1.90)	0.00	0.00
投资净收益	31.57	25.50	32.05	31.69	23.88
其他	76.99	453.05	490.86	476.61	453.54
营业利润	617.05	698.63	784.39	897.86	1,044.31
营业外收入	0.11	0.17	0.11	0.14	0.11
营业外支出	1.26	1.20	0.60	0.80	1.25
利润总额	615.90	697.60	783.90	897.20	1,043.17
所得税	83.09	93.02	104.52	119.63	139.09
净利润	532.81	604.58	679.37	777.57	904.08
少数股东损益	14.85	21.88	24.59	20.22	32.72
归属于母公司净利润	517.97	582.70	654.78	757.35	871.36
每股收益（元）	0.77	0.87	0.98	1.13	1.30

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	11.67%	14.19%	11.35%	11.58%	11.48%
营业利润	30.73%	13.22%	12.28%	14.47%	16.31%
归属于母公司净利润	30.74%	12.50%	12.37%	15.66%	15.05%
获利能力					
毛利率	31.21%	32.98%	32.88%	32.77%	32.68%
净利率	11.05%	10.88%	10.98%	11.39%	11.75%
ROE	18.06%	17.37%	15.93%	16.15%	16.29%
ROIC	45.26%	44.97%	41.26%	40.79%	43.42%
偿债能力					
资产负债率	63.69%	62.51%	61.90%	58.32%	58.69%
净负债率	-39.40%	-38.37%	-44.38%	-47.54%	-51.07%
流动比率	1.36	1.40	1.45	1.55	1.57
速动比率	1.24	1.32	1.32	1.44	1.45
营运能力					
应收账款周转率	1.15	1.42	1.26	1.03	1.03
存货周转率	7.84	9.80	8.65	8.11	9.06
总资产周转率	0.63	0.62	0.59	0.59	0.59
每股指标（元）					
每股收益	0.77	0.87	0.98	1.13	1.30
每股经营现金流	0.60	0.60	0.72	0.92	1.12
每股净资产	4.29	5.02	6.15	7.01	8.00
估值比率					
市盈率	10.34	9.19	8.18	7.07	6.15
市净率	1.87	1.60	1.30	1.14	1.00
EV/EBITDA	3.20	2.97	2.27	1.84	1.41
EV/EBIT	3.39	3.07	2.37	1.92	1.47

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