

华阳国际 (002949)

证券研究报告

2022年04月28日

人均效能有望提升，看好 BIM 商业化步伐加快

利润延续承压，看好中长期成长性，维持“买入”评级

4月27日晚公司发布2022年一季报，22Q1实现营收3.8亿元，同比+3.3%，归母净利润-0.04亿元，同比21Q1少亏损0.04亿元，扣非净利润-0.13亿元，较21Q1相比基本持平。22Q1以来公司收入端保持稳步提升，利润端延续承压态势，我们认为BIM软件在与中望合作后有望加快商业化步伐，后续设计业务人效提升仍有望兑现，看好中长期成长性，维持“买入”评级。

毛利率有小幅改善，费用控制较好

分业务来看，22Q1公司建筑设计/工程承包/造价咨询业务分别实现收入2.4/1.1/0.3亿元，同比分别+4.9%/-0.3%/+1.8%，毛利率为16.2%，同比+0.7pct，期间费用率17.2%，同比-0.3pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别+0.1/+0.4/-0.4/-0.4pct，公司各项费用率控制较为稳定，毛利率有一定改善。资产及信用减值损失合计-0.12亿元，同比多损失0.05亿元，综合影响下净利率为-1.5%，同比+0.6pct，主要系应收账款及合同资产计提坏账增加所致。22Q1公司其他应付款环比Q4增加41.4%，主要系代收代付代建项目款增加所致，CFO净额为-1.5亿元，同比少流出1.2亿元，收现比67%，同比-5.3pct，付现比24%，同比-24.9pct，资产负债率50.2%，同比+3pct，总体负债水平较好。

股权激励激发员工活力，BIM商业化有望持续推进

公司前期公告与中望软件共同出资成立“中望智城”合资公司，开展国产BIM软件的研发销售工作，截止22Q1末，中望智城已经完成工商注册，注册资本已全部实缴到位。2022年3月23日，公司审议决定向符合条件的15名激励对象授予109万份预留股票期权，授予价格为17.41元/股。该部分股票期权已于2022年4月13日登记完成，占公司总股本比例0.56%，我们认为股票期权激励有助于激发员工积极性，同时BIM软件的商业化步伐有望加快，打造第二成长曲线。

看好中长期成长性，维持“买入”评级

21年公司自研设计软件继续迭代，研发上线iBIM4.0和华阳速建2022，构建了全专业的BIM正向设计能力，管控颗粒度达到了参数级。我们认为公司的核心竞争力较为突出，各项业务收入增长较快。公司有望通过“一站式、平台化”管理，不断整合产业链资源，继续扩大设计、造价及EPC业务规模，经营情况有望持续改善。预计22-24年业绩2.5/3.1/3.8亿元，对应PE9.5/7.6/6.2倍，新业务有望带来明显估值提升，给予22年24倍PE，对应目标价30.8元，维持“买入”评级。

风险提示：订单放量和执行不及预期，房地产新开工面积不及预期，EPC对现金流影响超预期，宏观环境及政策变化的风险，市场竞争加剧的风险。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,894.09	2,876.48	2,729.99	3,278.51	3,957.29
增长率(%)	58.55	51.87	(5.09)	20.09	20.70
EBITDA(百万元)	388.83	455.63	445.97	536.44	640.41
净利润(百万元)	173.27	105.35	251.31	312.00	384.26
增长率(%)	27.24	(39.20)	138.54	24.15	23.16
EPS(元/股)	0.88	0.54	1.28	1.59	1.96
市盈率(P/E)	13.70	22.53	9.45	7.61	6.18
市净率(P/B)	1.70	1.66	1.51	1.31	1.14
市销率(P/S)	1.25	0.83	0.87	0.72	0.60
EV/EBITDA	7.24	5.74	3.36	2.39	1.59

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业 建筑装饰/工程咨询服务 II

6个月评级 买入（维持评级）

当前价格 12.52元

目标价格 30.8元

基本数据

A股总股本(百万股)	196.04
流通A股股本(百万股)	148.03
A股总市值(百万元)	2,454.38
流通A股市值(百万元)	1,853.36
每股净资产(元)	6.69
资产负债率(%)	50.16
一年内最高/最低(元)	22.09/11.81

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

王雯 分析师
SAC执业证书编号：S1110521120005
wangwena@tfzq.com

股价走势



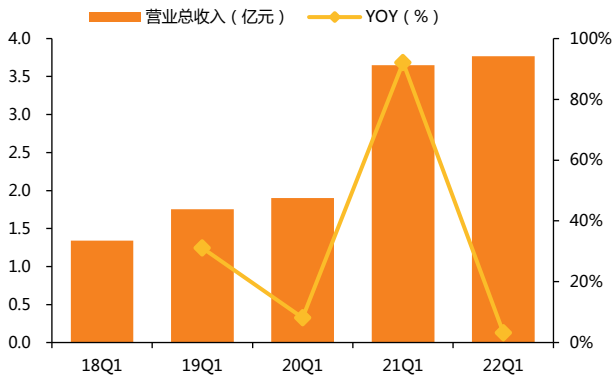
资料来源：聚源数据

相关报告

- 《华阳国际-年报点评报告:减值拖累业绩，人效持续提升，BIM快速迭代》2022-04-08
- 《华阳国际-公司点评:携手中望软件加码BIM研发，科技转型再下一城》2022-02-18
- 《华阳国际-公司点评:携手万翼开展AI领域合作，BIM智能化转型升级》2021-12-30

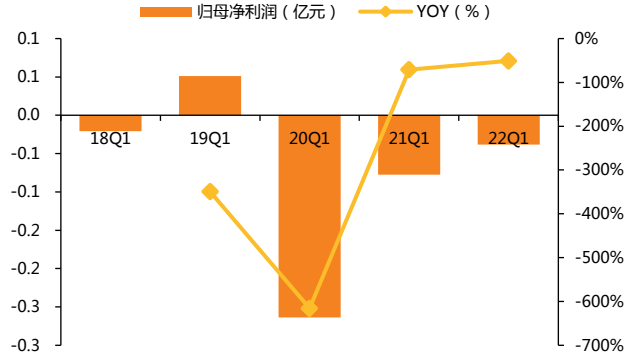
公司历年经营情况及可比公司估值

图 1：公司历年一季报营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司历年一季报归母净利及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

表 1：可比公司估值表

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
002541.SZ	鸿路钢构	196.39	37.00	2.17	2.68	3.37	4.05	17.08	13.82	10.98	9.13
002375.SZ	亚厦股份	57.89	4.32	0.36	0.48	0.64		12.02	9.05	6.74	
300564.SZ	筑博设计	25.33	24.61	1.67	1.88	2.18	2.46	14.77	13.08	11.27	10.01
	平均								11.99	9.66	9.57
002949.SZ	华阳国际	23.74	12.11	0.54	1.28	1.59	1.96	22.53	9.45	7.61	6.18

注：数据截至 20220428 收盘，除华阳国际 22-24 年为天风预测外，其余公司 22-24 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)						利润表(百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	439.79	382.09	437.35	679.12	951.24	营业收入	1,894.09	2,876.48	2,729.99	3,278.51	3,957.29
应收票据及应收账款	496.39	537.88	827.12	812.14	946.66	营业成本	1,395.28	2,275.84	2,064.25	2,457.86	2,940.87
预付账款	8.77	7.83	38.05	43.88	54.15	营业税金及附加	12.22	15.09	13.65	16.39	20.58
存货	0.51	0.00	68.81	26.78	87.59	销售费用	35.67	49.73	46.41	55.73	67.27
其他	796.05	800.56	1,112.62	1,139.39	1,433.58	管理费用	128.67	164.06	154.24	185.24	225.57
流动资产合计	1,741.51	1,728.36	2,483.94	2,701.31	3,473.22	研发费用	72.89	97.34	90.09	111.47	142.46
长期股权投资	36.12	32.18	32.18	32.18	32.18	财务费用	3.57	11.10	(0.12)	(3.43)	(5.00)
固定资产	361.96	427.40	392.82	358.24	323.66	资产/信用减值损失	(45.11)	(157.95)	(67.06)	(87.06)	(102.06)
在建工程	111.66	114.93	114.93	114.93	114.93	公允价值变动收益	2.19	1.83	0.00	0.00	0.00
无形资产	199.47	195.00	188.77	182.54	176.31	投资净收益	11.76	16.76	16.76	16.76	12.00
其他	124.99	325.47	143.01	143.41	161.93	其他	55.97	254.74	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	834.20	1,094.97	871.70	831.29	809.00	营业利润	220.98	147.92	311.17	384.94	475.49
资产总计	2,753.46	3,041.37	3,355.64	3,532.60	4,282.23	营业外收入	0.19	0.32	0.32	0.32	0.32
短期借款	69.25	23.91	0.00	0.00	0.00	营业外支出	1.44	1.19	1.19	1.19	1.19
应付票据及应付账款	182.10	162.58	754.87	132.70	814.92	利润总额	219.73	147.06	310.30	384.08	474.63
其他	334.43	467.09	554.18	1,077.16	840.80	所得税	28.53	16.50	34.13	43.09	56.96
流动负债合计	585.78	653.58	1,309.04	1,209.85	1,655.72	净利润	191.20	130.55	276.17	340.98	417.67
长期借款	4.82	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	17.92	25.20	24.86	28.98	33.41
应付债券	333.95	355.16	355.16	355.16	355.16	归属于母公司净利润	173.27	105.35	251.31	312.00	384.26
其他	4.37	108.97	39.40	50.91	66.43	每股收益(元)	0.88	0.54	1.28	1.59	1.96
非流动负债合计	343.14	464.13	394.56	406.08	421.59						
负债合计	1,307.27	1,543.13	1,703.60	1,615.93	2,077.31	主要财务比率					
少数股东权益	46.19	67.10	84.50	104.79	128.18		2020	2021	2022E	2023E	2024E
股本	196.03	196.04	196.04	196.04	196.04	成长能力					
资本公积	641.83	644.80	644.80	644.80	644.80	营业收入	58.55%	51.87%	-5.09%	20.09%	20.70%
留存收益	441.59	468.53	644.45	862.85	1,131.83	营业利润	30.90%	-33.06%	110.36%	23.71%	23.52%
其他	120.56	121.77	82.25	108.19	104.07	归属于母公司净利润	27.24%	-39.20%	138.54%	24.15%	23.16%
股东权益合计	1,446.20	1,498.24	1,652.04	1,916.67	2,204.92	获利能力					
负债和股东权益总计	2,753.46	3,041.37	3,355.64	3,532.60	4,282.23	毛利率	26.34%	20.88%	24.39%	25.03%	25.68%
						净利率	9.15%	3.66%	9.21%	9.52%	9.71%
						ROE	12.38%	7.36%	16.03%	17.22%	18.50%
						ROIC	49.44%	26.11%	60.22%	48.91%	57.55%
						偿债能力					
						资产负债率	47.48%	50.74%	50.77%	45.74%	48.51%
						净负债率	-2.04%	2.30%	-4.17%	-15.98%	-26.00%
						流动比率	1.99	1.80	1.90	2.23	2.10
						速动比率	1.99	1.80	1.84	2.21	2.04
						营运能力					
						应收账款周转率	3.87	5.56	4.00	4.00	4.50
						存货周转率	216.67	11,194.47	79.35	68.60	69.20
						总资产周转率	0.82	0.99	0.85	0.95	1.01
						每股指标(元)					
						每股收益	0.88	0.54	1.28	1.59	1.96
						每股经营现金流	1.32	1.22	1.07	1.50	1.94
						每股净资产	7.14	7.30	8.00	9.24	10.59
						估值比率					
						市盈率	13.70	22.53	9.45	7.61	6.18
						市净率	1.70	1.66	1.51	1.31	1.14
						EV/EBITDA	7.24	5.74	3.36	2.39	1.59
						EV/EBIT	7.91	6.27	3.70	2.59	1.70

现金流量表(百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	191.20	130.55	251.31	312.00	384.26
折旧摊销	49.03	55.34	40.81	40.81	40.81
财务费用	4.47	12.40	(0.12)	(3.43)	(5.00)
投资损失	(11.76)	(16.85)	(16.76)	(16.76)	(12.00)
营运资金变动	63.16	(156.83)	(91.24)	(68.08)	(62.06)
其它	(36.44)	213.60	24.86	28.98	33.41
经营活动现金流	259.65	238.22	208.86	293.53	379.42
资本支出	189.25	4.01	69.57	(11.51)	(15.51)
长期投资	3.81	(3.94)	0.00	0.00	0.00
其他	(900.56)	(140.07)	(52.82)	28.27	27.51
投资活动现金流	(707.49)	(140.00)	16.76	16.76	12.00
债权融资	396.16	(4.88)	(47.98)	7.83	10.13
股权融资	37.73	4.19	(122.37)	(76.35)	(129.42)
其他	41.84	(157.88)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	475.74	(158.56)	(170.35)	(68.52)	(119.29)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	27.89	(60.35)	55.26	241.77	272.13

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 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