

002949.SZ

买入

原评级: 买入
市场价格: 人民币 12.29
板块评级: 中性

本报告要点

- 华阳国际 2022 年中报点评.

股价表现



中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑装饰：工程咨询服务Ⅱ

证券分析师: 陈浩武
(8621)20328592
haowu.chen@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号: S1300520090006
联系人: 林祁桢
(8621)20328621
qizhen.lin@bocichina.com
一般证券业务证书编号: S1300121080012

华阳国际

归母净利逆势增长，装配式设计订单占比提升

公司发布 2022 年中报。上半年公司营收 8.61 亿，同减 18.1%；归母净利 0.67 亿，同增 3.4%；EPS0.32 元/股。公司营收下滑的同时归母净利逆势增长，表明公司盈利能力有所提升，维持公司买入评级。

支撑评级的要点

- Q2 归母净利降幅显著小于营收降幅，经营现金流净额大幅下滑：**Q2 公司营收 4.84 亿元，同减 29.4%；归母净利 0.71 亿元，同减 2.3%。上半年公司经营活动现金流量净额为 -1.75 亿元，同比下降 16.0%；二季度公司经营活动现金净流量为 -0.25 亿元，同减 120.5%。上半年综合毛利率和净利率分别为 26.32%、7.92%，分别同增 5.16pct、1.52pct。
- 新签合同额同比下降，但各业务毛利率有所上升：**上半年公司新签合同额合计 9.52 亿元，同减 30.5%。建筑设计业务新签合同额 7.84 亿元，同减 27.1%，其中装配式设计新签合同额为 3.45 亿元，同减 6.1%，占建筑设计业务合同的比重提升 9.9pct 至 44.1%。设计业务和工程总承包业务毛利率的增加带动了公司综合毛利率的上升。
- 保障性住房建设有望进一步发挥公司优势：**公司在装配式建筑和 BIM 技术方面具有先发优势并深耕大湾区多年，参与制定深圳市住房保障政策并参与建设保障性住房项目。公司未来在保障性住房领域将持续进行新技术集成应用，进一步提升综合实力。

估值

- 当前房地产行业仍较为疲软、基建项目实际落地情况有待观察，但考虑到上半年公司业绩表现较好、盈利能力提升，我们对应调整业绩预期。**
预计 2022-2024 年公司收入为 26.1、31.6、39.1 亿元；归母净利分别为 1.6、2.1、2.7 亿元；EPS 分别为 0.83、1.05、1.38 元。维持公司买入评级。

评级面临的主要风险

- 装配式建筑增速下滑，深化设计收费不及预期、人员流失严重，业务扩张效果不及预期。**

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	1,894	2,876	2,612	3,155	3,913
变动(%)	59	52	(9)	21	24
净利润(人民币 百万)	173	105	163	205	270
全面摊薄每股收益(人民币)	0.884	0.537	0.834	1.047	1.377
变动(%)	22.8	(39.2)	55.1	25.5	31.6
市场预期每股收益(人民币)			1.160	1.450	1.770
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.028	1.500	1.962
调整幅度(%)			(18.9)	(30.2)	(29.8)
全面摊薄市盈率(倍)	13.9	22.9	14.7	11.7	8.9
价格/每股账面价值(倍)	(5.4)	24.5	12.4	12.6	7.1
每股现金流量(人民币)	(2.28)	0.50	0.99	0.97	1.72
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.5	12.8	9.3	7.3	5.7
每股股息(人民币)	0.35	0.46	0.25	0.31	0.41
股息率(%)	2.8	3.7	2.0	2.5	3.3

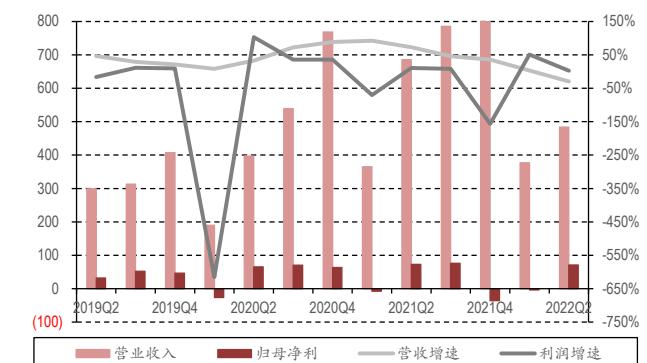
资料来源：公司公告，中银证券预测

一、2022H1 年营收同减，净利同增

事件：公司发布 2022 年中报。2022H1 公司营收 8.61 亿，同减 18.1%；归母净利 0.67 亿，同增 3.4%；EPS0.32 元/股。其中，二季度公司营收 4.84 亿元，同减 29.4%；归母净利 0.71 亿元，同减 2.3%。上半年公司经营活动现金流量净额为 -1.75 亿元，同比下降 16.0%；二季度公司经营活动现金净流量为 -0.25 亿元，同减 120.5%。公司经营活动现金流同比下滑主要是因为销售回款减少。

二季度公司毛利率、净利率均有增长，期间费用率小幅增加：上半年公司综合毛利率为 26.32%，同比增长 5.16pct；归母净利率为 7.92%，同增 1.52pct；期间费用率为 15.55%，同增 2.21pct。其中二季度公司综合毛利率为 34.22%，相比 2021 年二季度增长 10.03pct；归母净利率为 15.24%，同增 4.32pct；期间费用率为 14.24%，同增 3.14pct。报告期内公司综合毛利率和净利率均有增长，表明公司盈利能力有所增强。

图表 1. 上半年公司营收同减，净利小幅增加（单位：百万）



资料来源：公司财报，中银证券

图表 3.2022H1 公司毛利率和净利率明显提升



资料来源：公司财报，中银证券

图表 2.ttm 口径下公司 Q2 经营现金流同比增幅有所下滑
(单位：百万)



资料来源：公司财报，中银证券

图表 4. 2022H1 公司期间费用率小幅增加



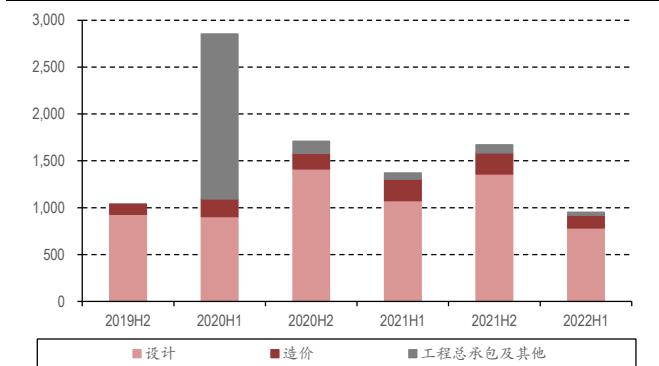
资料来源：公司财报，中银证券

二、2022H1 年新签合同额同比下滑，装配式设计订单占设计订单比重增加

2022H1 公司新签合同额降幅稍大，装配式设计合同占比有所提升。上半年公司新签合同额合计 9.52 亿元，同比下滑 30.5%。建筑设计业务新签合同额 7.84 亿元，同减 27.1%，其中装配式设计新签合同额为 3.45 亿元，较上年同期下滑 6.1%，占建筑设计业务合同的 44.1%，比重相比 2021H1 增长 9.9pct。上半年公司造价咨询业务新签合同额 1.36 亿元，同比下降 40.6%；工程总承包及全过程工程咨询等业务新签合同额为 0.33 亿元，较上年同期下滑了 50.7%。总体而言，公司各项业务新签合同额同比均有较大幅度下降，但装配式建筑设计新签合同额同比降幅较小，且占新签设计订单的比重有较明显提升。

设计和工程总承包业务毛利率均有所增加，带动公司综合毛利率上行。上半年公司综合毛利率为26.32%，同增5.16pct。其中，营收占比分别为74.17%和13.37%的设计业务和工程总承包业务的毛利率均有上升，相比上年同期分别增加了2.1pct、3.45pct；设计业务中包含的居住建筑设计业务和商业综合体设计业务的毛利率也均有增长。

图表 5.2022H1 公司新签合同额同比下滑 30.5%
(单位：百万)



资料来源：公司公告，中银证券

图表 6. 装配式设计订单同比小幅下滑但占设计订单比重提升 (单位：百万)



资料来源：公司公告，中银证券

图表 7. 2022H1 主要业务毛利率与上年同期水平对比

	2022H1 (%)	2021H1 (%)	毛利率比上年同期增减 (pct)
居住建筑设计	34.43	31.35	3.08
公共建筑设计	27.64	30.00	(2.36)
商业综合体设计	26.42	23.35	3.07
工程总承包	6.74	3.29	3.45

资料来源：公司公告，中银证券

三、保障性住房建设有望进一步发挥公司优势

公司在装配式建筑和BIM技术方面具有先发优势，深圳保障性住房建设有望进一步展示公司实力：公司是国内较早启动BIM专项研究的设计企业之一，2008年公司即启动BIM专项研究，参与了多项国家、市级标准的制定以及市级专项课题研究；公司装配式建筑新签合同金额占设计订单比重也在持续提升。此外，公司一直参与制定深圳市住房保障政策、城市保障性住房设计标准，并参与建设了保障性住房项目。当前，深圳市将保障性住房建设作为城市高质量建设的重要抓手之一，要求在保障性住房建设中采用装配式技术，因此未来在保障性住房领域，公司将持续进行新技术集成应用，在预制构件、绿色建筑、装配式建筑、装配式装修等方面形成集成服务体系，进一步提升综合实力。

四、风险提示

装配式建筑增速下滑，深化设计收费不及预期、人员流失严重，业务扩张效果不及预期。

图表 8. 2022Q2 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2021Q2	2022Q2	同比增长(%)
营业收入	685.41	483.63	(29.44)
营业税及附加	3.28	1.85	(43.57)
净营业收入	682.13	481.78	(29.37)
营业成本	519.66	318.16	(38.78)
销售费用	12.02	11.56	(3.88)
管理费用	61.23	56.62	(7.54)
财务费用	2.88	0.70	(75.65)
资产减值损失	(12.18)	(11.13)	8.65
营业利润	85.29	84.72	(0.67)
营业外收入	0.13	0.03	(77.07)
营业外支出	0.15	0.00	(99.47)
利润总额	85.28	84.75	(0.62)
所得税	10.45	11.04	5.64
少数股东损益	2.19	2.78	26.55
归属母公司股东净利润	72.64	70.94	(2.34)
扣除非经常性损益的净利润	63.95	58.97	(7.80)
每股收益(元)	0.37	0.36	(2.70)
扣非后每股收益(元)	0.33	0.30	(9.09)
毛利率(%)	24.18	34.22	增加 10.03 个百分点
净利率(%)	10.92	15.24	增加 4.32 个百分点
销售费用率(%)	1.14	1.34	增加 0.20 个百分点
管理费用率(%)	5.83	6.58	增加 0.75 个百分点
财务费用率(%)	0.27	0.08	减少 0.19 个百分点

资料来源：万得，中银证券

图表 9. 2022H1 年业绩摘要表

(人民币, 百万)	2021H1	2022H1	同比增长(%)
营业收入	1,050.35	860.50	(18.07)
营业税及附加	5.44	3.84	(29.36)
净营业收入	1,044.91	856.66	(18.02)
营业成本	828.06	634.04	(23.43)
销售费用	19.68	19.88	1.03
管理费用	114.67	111.80	(2.50)
财务费用	5.75	2.14	(62.79)
资产减值损失	(19.48)	(23.26)	(19.38)
营业利润	75.91	77.76	2.43
营业外收入	0.23	0.08	(65.04)
营业外支出	0.21	0.02	(88.96)
利润总额	75.93	77.82	2.49
所得税	8.68	9.64	11.08
少数股东损益	2.35	1.05	(55.53)
归属母公司股东净利润	64.90	67.13	3.44
扣除非经常性损益的净利润	51.18	45.79	(10.53)
每股收益(元)	0.33	0.34	3.03
扣非后每股收益(元)	0.26	0.23	(11.54)
毛利率(%)	21.16	26.32	增加 5.15 个百分点
净利率(%)	6.40	7.92	增加 1.52 个百分点
销售费用率(%)	1.87	2.31	增加 0.44 个百分点
管理费用率(%)	10.92	12.99	增加 2.08 个百分点
财务费用率(%)	0.55	0.25	减少 0.30 个百分点

资料来源：万得，中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入	1,894	2,876	2,612	3,155	3,913
销售成本	1,395	2,276	1,857	2,307	2,867
经营费用	177	229	278	341	423
息税折旧前利润	254	188	259	330	425
折旧及摊销	49	55	58	78	95
经营利润(息税前利润)	205	133	201	251	330
净利润收入/(费用)	(4)	(11)	(13)	(16)	(20)
其他收益/(损失)	13	18	15	17	17
税前利润	202	122	188	236	310
所得税	29	17	24	30	40
少数股东权益	18	25	16	17	25
净利润	173	105	163	205	270
核心净利润	161	88	149	188	253
每股收益(人民币)	0.884	0.537	0.834	1.047	1.377
核心每股收益(人民币)	0.819	0.447	0.760	0.960	1.290
每股股息(人民币)	0.350	0.460	0.250	0.310	0.410
收入增长(%)	59	52	(9)	21	24
息税前利润增长(%)	21	(35)	51	25	31
息税折旧前利润增长(%)	24	(26)	38	27	29
每股收益增长(%)	23	(39)	55	26	32
核心每股收益增长(%)	41	(45)	70	26	34

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	202	122	188	236	310
折旧与摊销	49	55	58	78	95
净利息费用	4	11	13	16	20
运营资本变动	129	(30)	(35)	77	113
税金	102	134	42	52	60
其他经营现金流	32	(114)	156	126	145
经营活动产生的现金流	260	238	493	430	516
购买固定资产净值	228	146	301	241	181
投资减少/增加	(9)	(14)	(3)	(3)	(3)
其他投资现金流	(488)	(8)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(707)	(140)	(299)	(239)	(178)
净增权益	(2)	(37)	0	0	0
净增债务	520	(36)	450	0	0
支付股息	69	90	49	61	80
其他融资现金流	27	4	(20)	(24)	(26)
融资活动产生的现金流	476	(159)	381	(84)	(107)
现金变动	27	(60)	575	107	231
期初现金	415	239	204	532	412
公司自由现金流	(448)	98	194	191	337
权益自由现金流	99	67	624	167	311

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率 (%)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	13.4	6.5	9.9	10.4	10.9
息税前利润率(%)	10.8	4.6	7.7	8.0	8.4
税前利润率(%)	10.7	4.2	7.2	7.5	7.9
净利率(%)	10.1	4.5	6.9	7.0	7.5
流动性					
流动比率(倍)	2.6	2.4	3.0	2.8	2.8
利息覆盖率(倍)	71.3	17.0	19.8	20.9	21.7
净权益负债率(%)	12.0	13.4	20.5	26.1	25.4
速动比率(倍)	2.6	2.4	3.1	2.8	2.8
估值					
市盈率(倍)	13.9	22.9	14.7	11.7	8.9
核心业务市盈率(倍)	15.0	27.5	16.2	12.8	9.5
市净率(倍)	1.7	1.7	1.6	1.4	1.3
价格/现金流(倍)	(5.4)	24.5	12.4	12.6	7.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.5	12.8	9.3	7.3	5.7
周转率					
存货周转天数	0.1	(0.5)	0.4	1.3	
应收账款周转天数	102.4	72.0	68.1	72.6	76.9
应付账款周转天数	47.6	26.1	20.7	26.4	31.0
回报率					
股息支付率(%)	39.6	85.6	30.0	29.6	29.8
净资产收益率(%)	13.2	8.7	11.0	12.4	14.7
资产收益率(%)	8.0	5.2	5.8	6.7	8.1
已运用资本收益率(%)	9.5	6.0	7.0	8.2	9.9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371