

审慎增持 (维持)

华阳国际

002949.SZ

EPC 业务减少致营收下滑，毛利率改善促进业绩增长

2022年10月27日

## 市场数据

市场数据日期	2022-10-26
收盘价(元)	12.66
总股本(百万股)	196.04
流通股本(百万股)	148.24
总市值(百万元)	2481.84
流通市值(百万元)	1876.67
净资产(百万元)	1516.74
总资产(百万元)	3060.93
每股净资产(元)	7.74

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

《【兴证建筑】华阳国际 2022 年半年度报告点评: 工程总承包承压拖累业绩, “BIM+装配式”驱动长期发展》2022-08-25

《【兴证建筑】华阳国际 2021 年报点评: 工程总承包业务拉动收入高增长, BIM 业务发展值得期待》2022-04-08

《【兴证建筑】华阳国际 2021 年三季度报点评: 收入保持高增长, 期间费率有效压减》2021-10-27

分析师:

孟杰

mengjie@xyzq.com.cn

S0190513080002

## 主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2876	3078	4193	5675
同比增长	51.9%	7.0%	36.2%	35.4%
归母净利润(百万元)	105	201	239	280
同比增长	-39.2%	91.2%	18.5%	17.3%
毛利率	20.9%	21.5%	19.3%	17.6%
净利率	4.5%	8.1%	7.1%	6.1%
净资产收益率	7.4%	13.0%	14.0%	15.0%
每股收益(元)	0.54	1.03	1.22	1.43
每股经营现金流(元)	1.22	0.67	1.05	0.73

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 投资要点

- 华阳国际发布 2022 年三季报公告: 公司 2022 年前三季度实现营业收入 12.96 亿元, 同比下降 29.38%; 实现归母净利润 1.44 亿元, 同比增长 2.24%。其中, Q3 实现营业收入 4.36 亿元, 同比下降 44.52%; 实现归母净利润 0.77 亿元, 同比增长 1.21%。
- 公司 2022 年前三季度实现营业总收入 12.96 亿元, 同比下降 29.38%。分季度来看, 公司 Q1、Q2、Q3 分别实现收入 3.77 亿元、4.84 亿元、4.36 亿元, 同比分别变动+3.27%、-29.44%、-44.52%。Q3 营收下滑较多主要系 EPC 业务收入大幅下降所致。
- 公司 2022 年前三季度实现综合毛利率 29.94%, 同比增长 8.11pct; 实现净利率 11.92%, 同比增长 3.91pct。净利率增幅小于毛利率增幅, 主要是期间费用率有所增长所致。
- 公司 2022 年前三季度资产+信用减值损失为 0.25 亿元, 占收入端比重为 1.94%, 同比增加 0.32pct, 主要是计提资产减值损失所致。
- 公司 2022 年前三季度每股经营性现金流净额为-0.45 元, 同比少流出 0.10 元。
- 盈利预测与评级: 我们维持对公司的盈利预测, 预计公司 2022-2024 年的 EPS 分别为 1.03 元、1.22 元、1.43 元, 10 月 26 日收盘价对应的 PE 分别为 12.3 倍、10.4 倍、8.9 倍, 维持“审慎增持”评级。

**风险提示: 宏观经济下行风险、装配式建筑落地不及预期、粤港澳大湾区投资不及预期、应收账款带来坏账损失、现金流恶化的风险**

**报告正文****事件**

- **华阳国际发布 2022 年三季报公告:**公司 2022 年前三季度实现营业收入 12.96 亿元, 同比下降 29.38%; 实现归母净利润 1.44 亿元, 同比增长 2.24%。其中, Q3 实现营业收入 4.36 亿元, 同比下降 44.52%; 实现归母净利润 0.77 亿元, 同比增长 1.21%。

**点评**

- **公司 2022 年前三季度实现营业总收入 12.96 亿元, 同比下降 29.38%。**分季度来看, 公司 Q1、Q2、Q3 分别实现收入 3.77 亿元、4.84 亿元、4.36 亿元, 同比分别变动+3.27%、-29.44%、-44.52%。Q3 营收下滑较多主要系 EPC 业务收入大幅下降所致。

- **公司 2022 年前三季度实现综合毛利率 29.94%, 同比增长 8.11pct; 实现净利率 11.92%, 同比增长 3.91pct。**净利率增幅小于毛利率增幅, 主要是期间费用率有所增长所致。

分季度来看, 公司 Q1、Q2、Q3 分别实现毛利率 16.18%、34.22%、37.10%, 分别较去年同期变动+0.69pct、+10.03pct、+14.38pct。毛利率有所提升主要系毛利率较低的 EPC 业务占比下降所致。

- **公司 2023 年前三季度期间费用 2.08 亿元, 占收入端比重为 16.04%, 同比增加 3.77pct。**

细分来看, 公司销售费用率为 2.52%, 同比增加 0.74pct; 管理费用率为 8.42%, 同比增加 2.06pct; 研发费用率为 4.80%, 同比增加 1.14pct; 财务费用率为 0.31%, 同比减少 0.17pct。

- **公司 2022 年前三季度资产+信用减值损失为 0.25 亿元, 占收入端比重为 1.94%, 同比增加 0.32pct。**

细分来看, 资产减值损失 0.11 亿元, 同比增加 0.02 亿元; 信用减值损失 0.14 亿元, 同比减少 0.07 亿元。

- **公司 2022 年前三季度每股经营性现金流净额为-0.45 元, 同比少流出 0.10 元。**

1) 分季度来看, 公司 Q1、Q2、Q3 分别实现每股经营性现金流净额-0.77 元、-0.13 元、+0.44 元, 同比分别变动+0.62 元、-0.74 元、+0.22 元;

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

2)从收、付现比来看,公司2022年前三季度收、付现比分别为84.4%、121.0%,同比分别变动-5.7pct、+1.7pct。

- **“深耕华南+聚焦装配式建筑和 BIM+稳健布局建筑全产业链”,公司订单和业绩有望企稳回升、提速增长。**

1)公司深耕华南地区,营业收入占比超80%。《粤港澳大湾区发展规划纲要》的正式发布,标志着粤港澳大湾区建设进入全面实施阶段,公司订单有保障。

2)公司聚焦装配式建筑和 BIM。公司不断延伸装配式建筑产业链,形成覆盖研发、设计、生产、施工、装修等核心环节的集成技术体系,巩固装配式建筑的竞争优势,同时聚焦 BIM 开发与应用,积极以 IBIM 平台为支撑,打造贯穿建筑全产业链、全生命周期的数据平台,助力公司转型升级,提升公司竞争力。华阳国际与中望软件于2022年2月17日签订《关于成立合资公司之合资协议》,拟共同出资设立合资公司,开展国产 BIM 产品研发和软件销售业务,有望加速推动国产 BIM 软件发展。

3)稳健布局建筑全产业链。公司发展造价咨询、全过程工程咨询、工程总承包等延伸业务,为公司提供新的业绩增长点。同时,通过整合行业上下游的优质资源,为建筑设计寻找更多的价值载体,反哺设计,促进设计能力提升。稳健布局全产业链,有望进一步增厚公司业绩。

- **盈利预测与评级:**我们维持对公司的盈利预测,预计公司2022-2024年的EPS分别为1.03元、1.22元、1.43元,10月26日收盘价对应的PE分别为12.3倍、10.4倍、8.9倍,维持“审慎增持”评级。

**风险提示:宏观经济下行风险、装配式建筑落地不及预期、粤港澳大湾区投资不及预期、应收账款带来坏账损失、现金流恶化的风险**

附表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	1946	2265	2580	2937
货币资金	382	556	609	615
交易性金融资产	758	673	715	708
应收票据及应收账款	538	759	960	1292
预付款项	8	13	16	22
存货	0	9	6	10
其他	260	256	274	290
<b>非流动资产</b>	1095	994	990	970
长期股权投资	32	34	34	33
固定资产	427	456	454	435
在建工程	115	57	29	14
无形资产	195	229	262	288
商誉	11	7	7	8
长期待摊费用	31	14	-7	-28
其他	284	197	212	219
<b>资产总计</b>	3041	3259	3570	3907
<b>流动负债</b>	1079	1140	1236	1349
短期借款	24	37	38	35
应付票据及应付账款	163	250.61	329.50	445.17
其他	893	852	869	868
<b>非流动负债</b>	464	449	453	449
长期借款	0	-1	-2	-4
其他	464	450	455	453
<b>负债合计</b>	1543	1589	1689	1798
股本	196	196	196	196
资本公积	645	645	645	645
未分配利润	389	509	624	752
少数股东权益	67	117	175	244
<b>股东权益合计</b>	1498	1670	1881	2109
<b>负债及权益合计</b>	3041	3259	3570	3907

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	105	201	239	280
折旧和摊销	55	51	54	55
资产减值准备	158	-7	52	79
资产处置损失	-0	-1	-1	-1
公允价值变动损失	-2	-2	-2	-2
财务费用	12	-14	-19	-20
投资损失	-17	-14	-14	-15
少数股东损益	25	49	59	69
营运资金的变动	-110	-151	-159	-300
<b>经营活动产生现金流量</b>	238	132	206	144
<b>投资活动产生现金流量</b>	-140	113	-92	-30
<b>融资活动产生现金流量</b>	-159	-71	-62	-108
现金净变动	-60	174	53	7
现金的期初余额	429	382	556	609
现金的期末余额	369	556	609	615

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	2876	3078	4193	5675
营业成本	2276	2417	3383	4677
税金及附加	15	18	24	32
销售费用	50	53	72	98
管理费用	164	176	239	324
研发费用	97	117	128	141
财务费用	11	-14	-19	-20
其他收益	24	15	16	17
投资收益	17	14	14	15
公允价值变动收益	2	2	2	2
信用减值损失	-131	-30	-30	-30
资产减值损失	-27	-25	-25	-25
资产处置收益	0	1	1	1
<b>营业利润</b>	148	289	342	401
营业外收入	0	1	0	1
营业外支出	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	147	288	342	401
所得税	17	37	44	52
<b>净利润</b>	131	251	297	349
少数股东损益	25	49	59	69
<b>归属母公司净利润</b>	105	201	239	280
<b>EPS(元)</b>	0.54	1.03	1.22	1.43

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	51.9%	7.0%	36.2%	35.4%
营业利润增长率	-33.1%	95.2%	18.6%	17.2%
归母净利润增长率	-39.2%	91.2%	18.5%	17.3%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	20.9%	21.5%	19.3%	17.6%
净利率	4.5%	8.1%	7.1%	6.1%
ROE	7.4%	13.0%	14.0%	15.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	50.7%	48.7%	47.3%	46.0%
流动比率	1.80	1.99	2.09	2.18
速动比率	1.80	1.98	2.08	2.17
<b>营运能力</b>				
资产周转率	99.3%	97.7%	122.8%	151.8%
应收帐款周转率	509.5%	414.5%	448.3%	456.5%
存货周转率	885695%	55991%	45459%	57964%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.54	1.03	1.22	1.43
每股经营现金	1.22	0.67	1.05	0.73
每股净资产	7.30	7.93	8.70	9.51
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	23.6	12.3	10.4	8.9
PB	1.7	1.6	1.5	1.3

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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。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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，本公司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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn