

主动控制 PPP 施工节奏，21 年资金回收加快

——2020 年年报点评

核心观点

- **受 PPP 项目拖累，业绩不及预期。**20 年公司实现营业收入 177.9 亿，YoY-17.0%，归母净利润 8.1 亿，YoY-20.8%。业绩低于预期，主要由于公司为平衡资金投出与投资回笼，主动控制 PPP 项目施工节奏，导致 PPP 项目收入/利润下滑较多，20 年公司 PPP 项目施工实现收入 48.3 亿，YoY-38.2%。
- **施工项目在手订单充足，钢结构业务表现亮眼。**20 年新接订单 242.4 亿，YoY+19.0%，其中传统项目/PPP 项目为 190.7/51.7 亿，YoY+11.8%/56.2%。20 年末公司在手订单总额 423.5 亿，业绩增长有保障。20 年钢结构收入 14.2 亿，YoY+54.0%，主要由于公司公建项目拿单能力提升，带动钢结构快速增长(钢结构多用于公建项目)，趋势有望延续。20 年 PPP 项目投资收入 12.4 亿，YoY+30.9%，主要由于进入运营期的 PPP 项目增多。PPP 项目建设周期约 3.5 年，公司 17/18 年大量建设的 PPP 项目有望在 21 年逐渐进入运营阶段，PPP 项目投资增长有望提速，拉动业绩增长(20 年毛利占比约 9%)。
- **钢结构有望保持高增长，21 年资金回收加快。**公司钢结构拿单能力提升，预计 22H2 宣城 30 万吨钢结构产能有望投产，预计 21-23 年钢结构收入有望达 18.4/27.9/36.4 亿，YoY+30%/51%/31%。公司加大资金回收力度，净现比有望持续提升，随着进入运营期项目增多，公司 PPP 资金回收加快，预计 21 年整体现金流有望大幅改善，有望带动分红率提升以及资产负债率下降。公司参股公司航宇科技 20 年收入/归母净利润 6.7/0.73 亿，若按国防军工(中信)指数 4 月 20 日 65.3xPE(TTM) 计算，航宇科技对应市值有望达 47.4 亿。若航宇科技上市后，公司持股比例将稀释至 18.95%，对应市值约 9.0 亿，计提的投资收益有望增厚当期业绩，并有望带动资产负债率下降。

财务预测与投资建议

- 我们预计公司 21-23 年 EPS 为 0.56/0.60/0.64 元(原 21/22 年 EPS 0.79/0.93 元)。考虑到公司为平衡资金投出与投资回笼，主动控制项目施工节奏，调减 21/22 年传统项目/PPP 项目订单转化率。公司加大资金回收力度，21 年整体现金流有望大幅改善，钢结构有望快速增长。参考可比公司平均估值我们认可给予公司 21 年 11XPE，目标价 6.16 元，维持“增持”评级。

风险提示：订单转化率、PPP 回款进度和金额、钢结构业务拓展不及预期。

公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	21,427	17,787	19,083	20,448	21,876
同比增长(%)	6.0%	-17.0%	7.3%	7.2%	7.0%
营业利润(百万元)	1,486	1,137	1,204	1,291	1,382
同比增长(%)	17.5%	-23.5%	5.9%	7.3%	7.0%
归属母公司净利润(百万元)	1,021	809	856	918	982
同比增长(%)	10.7%	-20.8%	5.8%	7.2%	7.0%
每股收益(元)	0.67	0.53	0.56	0.60	0.64
毛利率(%)	10.2%	10.8%	10.7%	10.8%	10.7%
净利率(%)	4.8%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
净资产收益率(%)	10.0%	7.4%	7.3%	7.4%	7.4%
市盈率	7.8	9.8	9.3	8.6	8.1
市净率	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2021年04月20日)	5.09 元
目标价格	6.16 元
52 周最高价/最低价	10.07/4.9 元
总股本/流通 A 股(万股)	152,976/152,976
A 股市值(百万元)	7,786
国家/地区	中国
行业	建筑工程
报告发布日期	2021 年 04 月 21 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	1.61	-2.47	-5.91	-43.45
相对表现	-0.63	-2.97	-3.15	-63.2
沪深 300	2.24	0.5	-2.76	19.75



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 黄骥
021-63325888*6074
huangji@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520030001

证券分析师 江剑
021-63325888*7275
jiangjian@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520090001

联系人 聂磊
021-63325888*7504
nielei@orientsec.com.cn

相关报告

参股公司航宇科技过会，经营保持稳健：— 2021-01-16
—公告点评
盈利能力提升，现金流持续向好 2020-10-28
传统施工发力，现金流持续向好：—首次 2020-09-04
覆盖报告

投资建议

我们选用**相对估值法**。由于公司施工业务大多需要垫资，产生的应收账款和存货会占用部分营运资金，报表的现金流不能完全反映出公司的真实盈利水平，采用绝对估值法进行估值会与实际情况产生一定的偏差，因此我们采用相对估值法对公司进行估值。

可比公司 21 年平均 PE 为 11X。由于公司主营为土建施工，且涵盖 PPP 项目施工/投资/运营环节，因此我们选取主营为工程施工且包含 PPP 项目的粤水电/东珠生态/宏润建设/绿茵生态/岭南股份等 5 家公司作为可比公司，2021 年可比公司调整后平均 PE 为 11X。

表 1：可比公司估值表（截至 2021 年 4 月 20 日）

公司	代码	股价	市值	每股收益（元）				市盈率			
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
东珠生态	603359.SH	16.91	54	1.13	1.19	1.68	2.07	8.89	14.21	10.07	8.17
粤水电	002060.SZ	3.54	43	0.19	0.25	0.31	0.36	8.74	14.16	11.42	9.83
绿茵生态	002887.SZ	12.22	38	1.00	0.90	1.15	1.45	7.60	13.58	10.63	8.43
宏润建设	002062.SZ	4.15	46	0.32	0.35	0.39	0.43	8.64	11.86	10.64	9.65
岭南股份	002717.SZ	3.05	47	0.21	0.14	0.18	0.30	22.05	21.79	16.94	10.17
调整后平均										10.90	

数据来源：Wind，东方证券研究所

注：可比公司盈利预测均为 WIND 一致预期，最新价格为 2021 年 4 月 20 日收盘价；调整后平均为去掉最大值和最小值后的平均值

我们预计公司 21-23 年 EPS 为 0.56/0.60/0.64 元（原 21/22 年 EPS 为 0.79/0.93 元）。盈利预测有所调整，考虑到公司为加大资金回收力度，平衡资金投出与投资回笼，主动控制项目施工节奏，调减 21/22 年传统项目施工订单转化率至 18.0%/14.4%，并同时调减 21/22 年 PPP 项目施工订单转化率至 6.0%/5.5%。考虑到公司进入运营期 PPP 项目增多，调增 21/22 年进入回购期项目比例至 11.0%/12.2%。考虑到公司钢结构产能投产略有滞后，调减 21/22 年钢结构销量至 18/28 万吨。公司加大资金回收力度，21 年整体现金流有望大幅改善，装饰与钢结构业务有望快速增长。我们认可给予公司 2021 年 11XPE，对应目标价 6.16 元，维持“增持”评级。

表 2：核心假设及盈利预测变动分析表

	调整前		调整后	
	2021E	2022E	2021E	2022E
核心假设				
传统项目施工新接订单（百万）	22562	25946	20022	21023
变动幅度（%）			-11.3%	-19.0%
传统项目施工未完工订单转化率（%）	24.5%	23.0%	18.0%	14.4%
变化幅度（pct）			-6.5	-8.6
PPP 项目施工新接订单（百万）	7282	7646	5219	5271
变动幅度（%）			-28.3%	-31.1%
PPP 项目施工未完工订单转化率（%）	9.5%	9.6%	6.0%	5.5%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

变化幅度 (pct)			-3.5	-4.1
进入回购期项目比例 (%)	4.0%	3.9%	11.0%	12.2%
变化幅度 (pct)			7.0	8.3
钢结构销量 (万吨)	22	34	18	28
变动幅度 (%)			-14.6%	-17.3%
单吨钢结构收入 (元/吨)	6852	6852	6997	6997
变动幅度 (%)			2.1%	2.1%
投资净收益	10	10	26	26
变化幅度 (%)			160.0%	160.0%
销售费用率	0.04%	0.05%	0.03%	0.03%
变化幅度 (pct)			-0.01	-0.02
管理费用率	2.05%	2.15%	2.12%	2.24%
变化幅度 (pct)			0.06	0.09
研发费用率	0.38%	0.38%	0.42%	0.45%
变化幅度 (pct)			0.04	0.07
分产品盈利预测				
PPP 项目施工				
销售收入 (百万)	6965	7103	4295	3990
变动幅度 (%)			-38.3%	-43.8%
毛利率	12.2%	12.2%	10.7%	10.7%
变化幅度 (pct)				
传统施工				
销售收入 (百万)	12938	15138	9203	9065
变动幅度 (%)			-28.9%	-40.1%
毛利率	8.5%	8.7%	10.2%	10.2%
变化幅度 (pct)			1.7	1.4
PPP 项目投资				
销售收入 (百万)	1342	1585	3200	4036
变动幅度 (%)			138.5%	154.6%
毛利率	15.0%	15.0%	14.0%	14.0%
变化幅度 (pct)			-1.0	-1.0
装饰与钢结构				
销售收入 (百万)	2114	3304	1844	2789
变动幅度 (%)			-12.8%	-15.6%
毛利率	11.1%	11.3%	5.1%	6.7%
变化幅度 (pct)			-6.0	-4.6
其他业务				
销售收入 (百万)	719	755	540	567
变动幅度 (%)			-24.8%	-24.8%
毛利率	15.8%	15.8%	18.6%	18.6%
变化幅度 (pct)			2.8	2.8

销售收入合计（百万）	24078	27885	19083	20448
变动幅度（%）			-20.7%	-26.7%
综合毛利率	10.4%	10.5%	10.7%	10.8%
变化幅度（pct）			0.3	0.3

数据来源：东方证券研究所

表 3：主要财务数据变动分析表

	调整前		调整后	
	2021E	2022E	2021E	2022E
营业收入（百万）	24078	27885	19083	20448
变动幅度（%）			-20.7%	-26.7%
营业利润（百万）	1753	2067	1204	1291
变动幅度（%）			-31.3%	-37.5%
归属母公司净利润（百万）	1204	1420	856	918
变动幅度（%）			-28.9%	-35.4%
每股收益（元）	0.79	0.93	0.56	0.60
变动幅度（%）			-28.9%	-35.4%
毛利率（%）	10.4%	10.5%	10.7%	10.8%
变动幅度（pct）			0.3	0.3
净利率（%）	5.0%	5.1%	4.5%	4.5%
变动幅度（pct）			-0.5	-0.6

数据来源：东方证券研究所

风险提示

订单转化不及预期：盈利预测中的收入/归母净利润受 PPP 项目施工/传统施工订单转化率的影响较大，我们综合历史以及公司整体发展情况对两项指标进行预测，但如果宏观环境、公司经营目标等发生较大变化，可能会造成实际的订单转化率不及预期。

PPP 项目回款进度和金额不及预期风险：公司长期应收款占总资产比例较高，长期应收款账龄相对较长。虽然公司项目质量较好，履约率高，但不排除存在地方政府因财政问题延迟付款风险，导致公司 PPP 项目回款进度和金额不及预期。此外，PPP 项目的回款受项目最终运营情况影响，也可能导致公司 PPP 项目回款进度不及预期。

钢结构业务拓展不及预期：在国家政策的指导和鼓励下，装配式建筑逐渐成为未来趋势，公司趁势大幅增加钢结构产能发展装配式业务。但未来随着众多竞争者的加入，公司有可能将面对价格竞争，导致钢结构业务拓展不及预期。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	3,786	3,349	3,435	3,578	3,719	营业收入	21,427	17,787	19,083	20,448	21,876
应收票据、账款及款项融资	10,332	3,794	3,779	4,459	4,770	营业成本	19,236	15,858	17,046	18,243	19,537
预付账款	673	556	596	639	684	营业税金及附加	103	67	72	77	83
存货	13,665	704	757	810	867	营业费用	9	5	6	6	7
其他	2,869	21,314	22,819	24,344	25,939	管理费用及研发费用	472	451	484	551	619
流动资产合计	31,325	29,717	31,386	33,830	35,980	财务费用	66	186	187	184	174
长期股权投资	710	754	754	754	754	资产、信用减值损失	128	132	132	144	127
固定资产	526	711	852	977	1,087	公允价值变动收益	35	0	1	1	2
在建工程	0	0	0	0	0	投资净收益	29	25	25	26	26
无形资产	87	93	89	85	81	其他	11	25	23	22	24
其他	26,798	31,263	32,370	32,338	31,964	营业利润	1,486	1,137	1,204	1,291	1,382
非流动资产合计	28,120	32,821	34,065	34,154	33,886	营业外收入	2	3	3	2	2
资产总计	59,445	62,538	65,451	67,984	69,866	营业外支出	10	17	18	19	20
短期借款	3,985	4,691	4,485	4,302	3,907	利润总额	1,478	1,123	1,188	1,274	1,364
应付票据及应付账款	17,767	16,485	16,705	17,696	18,364	所得税	445	290	307	329	352
其他	12,935	11,163	11,862	12,611	13,413	净利润	1,033	833	881	945	1,012
流动负债合计	34,687	32,338	33,053	34,609	35,684	少数股东损益	13	24	25	27	29
长期借款	12,959	17,347	18,807	18,967	18,927	归属于母公司净利润	1,021	809	856	918	982
应付债券	0	333	333	333	333	每股收益(元)	0.67	0.53	0.56	0.60	0.64
其他	77	1	1	1	1						
非流动负债合计	13,036	17,681	19,141	19,301	19,261	主要财务比率					
负债合计	47,723	50,019	52,194	53,911	54,946		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	1,092	1,143	1,169	1,196	1,225	成长能力					
实收资本(或股本)	1,530	1,530	1,530	1,530	1,530	营业收入	6.0%	-17.0%	7.3%	7.2%	7.0%
资本公积	4,047	4,047	4,047	4,047	4,047	营业利润	17.5%	-23.5%	5.9%	7.3%	7.0%
留存收益	4,686	5,385	6,131	6,921	7,738	归属于母公司净利润	10.7%	-20.8%	5.8%	7.2%	7.0%
其他	367	412	380	380	380	获利能力					
股东权益合计	11,723	12,518	13,257	14,074	14,920	毛利率	10.2%	10.8%	10.7%	10.8%	10.7%
负债和股东权益总计	59,445	62,538	65,451	67,984	69,866	净利率	4.8%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
						ROE	10.0%	7.4%	7.3%	7.4%	7.4%
						ROIC	4.1%	3.0%	2.8%	2.8%	2.9%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	80.3%	80.0%	79.7%	79.3%	78.6%
净利润	1,033	833	881	945	1,012	净负债率	125.1%	162.2%	162.5%	152.3%	140.3%
折旧摊销	32	53	72	89	100	流动比率	0.90	0.92	0.95	0.98	1.01
财务费用	66	186	187	184	174	速动比率	0.51	0.90	0.93	0.95	0.98
投资损失	(29)	(25)	(25)	(26)	(26)	营运能力					
营运资金变动	765	(1,046)	(790)	(757)	(721)	应收账款周转率	2.1	2.6	5.2	4.9	4.6
其它	(1,506)	316	99	143	125	存货周转率	1.4	2.2	23.3	23.3	23.3
经营活动现金流	362	318	426	578	664	总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
资本支出	(29)	(233)	(204)	(204)	(204)	每股指标(元)					
长期投资	62	79	(19)	(21)	(23)	每股收益	0.67	0.53	0.56	0.60	0.64
其他	(6,632)	(4,217)	(1,142)	54	403	每股经营现金流	0.24	0.21	0.28	0.38	0.43
投资活动现金流	(6,599)	(4,372)	(1,364)	(170)	177	每股净资产	6.95	7.44	7.90	8.42	8.95
债权融资	5,561	4,473	1,527	231	34	估值比率					
股权融资	(4)	0	0	0	0	市盈率	7.8	9.8	9.3	8.6	8.1
其他	(40)	(624)	(503)	(495)	(734)	市净率	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
筹资活动现金流	5,517	3,849	1,024	(264)	(700)	EV/EBITDA	17.7	20.4	19.2	17.9	16.9
汇率变动影响	(0)	2	-0	-0	-0	EV/EBIT	18.1	21.2	20.2	19.0	18.0
现金净增加额	(720)	(203)	86	143	141						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn