

宏润建设

002062.SZ

审慎增持 (维持)

毛利率有所回升，积极拓展光伏业务

2022年04月23日

市场数据

市场数据日期	2022-04-22
收盘价(元)	5.15
总股本(百万股)	1102.50
流通股本(百万股)	969.10
总市值(百万元)	5677.88
流通市值(百万元)	4990.87
净资产(百万元)	3842.85
总资产(百万元)	18314.8
每股净资产	3.49

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】宏润建设员工持股计划点评: 基建+BIPV+员工持股计划”多轮驱动, 有望增厚公司业绩》2022-04-01

《【兴证建筑】宏润建设战略合作框架协议点评: “基建+BIPV”双轮驱动, 业绩与估值有望迎双击》2022-01-14

《【兴证建筑】宏润建设2021年中报点评: 业绩稳健增长, 大股东变更有望为轨交主业注入新动力》2021-08-19

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)	10322	12210	13787	15201
同比增长	-8.8%	18.3%	12.9%	10.3%
归母净利润(百万元)	400	491	580	682
同比增长	-3.5%	22.8%	18.0%	17.7%
毛利率	12.0%	11.3%	11.1%	11.0%
净利率	3.9%	4.0%	4.2%	4.5%
净资产收益率	10.4%	11.3%	12.0%	12.5%
每股收益(元)	0.36	0.45	0.53	0.62
每股经营现金流(元)	0.37	-0.13	1.40	0.97

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

- **宏润建设发布2021年年度报告:** 公司2021年实现营业收入103.22亿元, 同比下滑8.79%; 实现归母净利润4.00亿元, 同比下滑3.46%。其中, Q4实现营业收入31.16亿元, 同比下滑25.29%; 实现归母净利润1.32亿元, 同比下滑21.43%。
- **2021年实现营业收入103.22亿元, 同比下滑8.79%。** 建筑施工及市政基础设施投资业务、房地产业务、新能源开发业务分别实现营业收入95.50亿元、6.14亿元、1.08亿元, 同比分别变动-9.01%、-9.41%、2.79%。建筑业务中, 房建、市政、轨道交通三项业务分别实现营业收入15.63亿元、32.68亿元、47.18亿元, 同比分别变动10.91%、1.76%、-22.41%。轨道交通营收占建筑业营收、公司总营收的比例分别为49.40%、45.71%, 为公司的核心业务, 其营业收入的下滑, 系公司总营收同比下滑的主要原因。
- **2021年公司实现综合毛利率11.97%, 较去年提升2.18pct。** 实现净利率3.96%, 同比下滑0.75%。毛利率上升, 净利率下滑, 主要系公司2018年计提的涉诉损失在2020年转回2.47亿元, 导致上一年度营业外收入增加所致。毛利率提升幅度较大, 我们判断, 一方面系2020年受疫情影响, 公司营业成本增加, 毛利率基数较低; 另一方面系公司坚持制度化、标准化、精细化管理, 取得了一定效果, 营业成本降低, 毛利率相应提升。
- **2021年公司每股经营性现金流净额为0.37元, 较去年少流入0.64元/股,** 主要系房屋销售款较上年同期减少2.99亿元、PPP项目回购款较上年同期减少5.24亿元。
- **盈利预测与估值:** 我们调整公司盈利预测, 预计2022-2024年公司EPS为0.45元、0.53元、0.62元, 4月22日收盘价对应PE分别为11.6倍、9.8倍、8.3倍, 维持“审慎增持”评级。

风险提示: 宏观经济下行风险、基建和市政轨交投资不及预期风险、现金流恶化的风险、新业务发展不及预期风险

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



报告正文

事件

- **宏润建设发布 2021 年年度报告:** 公司 2021 年实现营业收入 103.22 亿元, 同比下滑 8.79%; 实现归母净利润 4.00 亿元, 同比下滑 3.46%。其中, Q4 实现营业收入 31.16 亿元, 同比下滑 25.29%; 实现归母净利润 1.32 亿元, 同比下滑 21.43%。

点评

- **2021 年实现营业收入 103.22 亿元, 同比下滑 8.79%, 主要系轨道交通施工业务营收下滑所致。**

1) 分季度来看, 公司在 Q1、Q2、Q3、Q4 分别实现营业收入 25.48 亿元、20.34 亿元、26.23 亿元、31.16 亿元, 同比分别变动 7.81%、3.96%、-7.16%、-25.29%。全年营业收入增速呈现前高后低现象, 我们判断主要系 2020 年上半年受疫情影响, 业务开展受限, 下半年随着疫情影响消散, 营收确认加速, 导致上一年度营收基数呈现前低后高。

2) 分业务来看, 建筑施工及市政基础设施投资业务、房地产业务、新能源开发业务分别实现营业收入 95.50 亿元、6.14 亿元、1.08 亿元, 同比分别变动-9.01%、-9.41%、2.79%。建筑业务中, 房建、市政、轨道交通三项业务分别实现营业收入 15.63 亿元、32.68 亿元、47.18 亿元, 同比分别变动 10.91%、1.76%、-22.41%。轨道交通营收占建筑业营收、公司总营收的比例分别为 49.40%、45.71%, 为公司的核心业务, 其营业收入的下滑, 系公司总营收同比下滑的主要原因。

3) 分地区来看, 华东地区、华南地区、华中地区、东北地区、西北地区分别实现营业收入 88.94 亿元、6.82 亿元、0.07 亿元、5.14 亿元、2.24 亿元, 同比分别变动-8.85%、-8.75%、-97.22%、28.58%、47.49%。公司深耕华东地区, 2021 年营收占比高达 86%, 且集中度持续提升。

- **2021 年公司实现综合毛利率 11.97%, 较去年提升 2.18pct。实现净利率 3.96%, 同比下滑 0.75%。毛利率上升, 净利率下滑, 主要系公司 2018 年计提的涉诉损失在 2020 年转回 2.47 亿元, 导致上一年度营业外收入增加所致。**

1) 分季度来看, 公司 Q1、Q2、Q3、Q4 分别实现毛利率 10.48%、13.30%、13.69%、10.86%, 较去年同期分别增长 0.69pct、2.70pct、2.58pct、2.36pct。

2) 分业务来看, 建筑施工及市政基础设施投资业务毛利率为 9.22%, 同比提升 1.58pct。建筑业务中, 房建、市政、轨道交通三项业务毛利率分别为 5.92%、9.00%、10.46%, 同比分别增长 1.18pct、1.92pct、1.86pct。各业务毛利率提升

较大，我们判断，一方面系 2020 年受疫情影响，公司营业成本增加，毛利率基数较低所致；另一方面系公司坚持制度化、标准化、规范化、精细化管理，取得了一定效果，营业成本降低，毛利率相应提升。

- 公司 2021 年期间费用率为 5.34%，同比提升 0.38pct，主要系管理费用率、研发费用率提升所致。

销售费用率为 0.19%，同比下滑 0.06pct，我们判断主要系公司地产销售费用减少所致；管理费用率为 1.08%，同比提升 0.13pct；研发费用率为 3.29%，同比提升 0.29pct，我们判断主要系公司在大直径盾构、顶管施工等方向持续加大研发投入所致。财务费用率为 0.78%，同比提高 0.02pct。

- 2021 年公司资产减值损失+信用减值损失合计为 1.06 亿元，占收入的比重为 1.03%，较去年同期提升 0.35pct，主要系坏账损失增加所致。

- 2021 年公司每股经营性现金流净额为 0.37 元，较去年少流入 0.64 元/股，主要系房屋销售款较上年同期减少 2.99 亿元、PPP 项目回购款较上年同期减少 5.24 亿元。

1) 分季度来看，公司 Q1、Q2、Q3、Q4 每股经营性现金流净额分别为-0.06 元、0.10 元、0.22 元、0.12 元，较去年同期变动 0.22 元、0.18 元、-0.14 元、-0.90 元。

2) 从收、付现比的角度来看，2021 年收、付现比分别为 116.3%和 122.2%，分别较去年增长 2.1pct 和 10.6pct。付现比增幅显著高于收现比，是公司经营现金流净额减少的主要原因。

- “基建+BIPV+员工持股计划”多轮驱动，业绩与估值有望迎来双击。

1) 主营业务基建工程有望受益于 2022 年基建“稳增长”。从宏润建设 2021 年收入结构来看，公司主要收入来自于轨道交通和市政等基建工程施工。中央经济工作会议、国常会、中央政府工作报告等多次提出提前开展部分基建项目，加快项目进度等，基建投资在 2022 年经济“稳增长”中发力的预期不断强化，预计 2022 年上半年基建投资有望加速，公司基建业务在 2022 年有望迎来业绩和估值的双重修复。

2) BIPV 业务加速落地有望为公司发展打开增量空间。BIPV 作为实现绿色建筑的重要途径，2021 年以来政策持续加码推进 BIPV。随着各地开始落地推进光伏建筑，国家能源局进一步明确“5432”光伏建筑整县推进方案。2022 年 3 月，住建部《“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划》落地，要求到 2025 年，全国新增建筑太阳能光伏装机容量 0.5 亿千瓦以上，预计将有效推动 BIPV

市场扩容。2022年1月13日,宏润建设与杉杉股份签署战略合作框架协议,有望快速切入光伏建筑一体化赛道,并进一步拓展光伏整县、绿电资产投资运营、能源管理、储能等业务。BIPV业务发展有望进一步增厚公司业绩,提升估值水平。

3) 员工持股计划绑定各层级核心员工,有利于公司长远发展。宏润建设2022年4月1号发布员工持股计划,通过此计划,一方面,建立和完善劳动者与所有者的利益共享机制,促进公司长期、持续、稳定、健康发展;另一方面,吸引和保留优秀业务骨干,健全公司长期、有效的激励约束机制,充分调动员工的积极性,提高员工的凝聚力,激发公司发展活力,提高公司竞争力。

- **盈利预测与估值:**我们调整公司盈利预测,预计2022-2024年公司EPS为0.45元、0.53元、0.62元,4月22日收盘价对应PE分别为11.6倍、9.8倍、8.3倍,维持“审慎增持”评级。

风险提示: 宏观经济下行风险、基建和市政轨交投资不及预期风险、现金流恶化的风险、新业务发展不及预期风险

附表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	14215	15608	17740	19688
货币资金	2678	2884	4415	5617
交易性金融资产	6	54	43	40
应收票据及应收账款	1417	1636	1859	2052
预付款项	4	7	6	7
存货	3290	4499	4734	5302
其他	6820	6529	6682	6669
非流动资产	4100	3868	3769	3664
长期股权投资	1237	1094	1125	1134
固定资产	1039	948	854	757
在建工程	23	11	6	3
无形资产	71	69	67	65
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	54	40	26	12
其他	1677	1705	1691	1693
资产总计	18315	19476	21509	23351
流动负债	12594	13091	14403	15427
短期借款	1628	1823	1761	1759
应付票据及应付账款	7603	8083	9428	10454
其他	3363	3185	3215	3214
非流动负债	1736	1900	2093	2283
长期借款	1632	1812	2004	2195
其他	104	88	89	89
负债合计	14330	14991	16496	17711
股本	1103	1103	1103	1103
资本公积	0	0	0	0
未分配利润	2250	2709	3182	3747
少数股东权益	142	153	166	181
股东权益合计	3985	4484	5013	5641
负债及权益合计	18315	19476	21509	23351

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	400	491	580	682
折旧和摊销	132	109	110	110
资产减值准备	106	3	-0	-0
资产处置损失	-2	-1	-1	-1
公允价值变动损失	-3	-4	-3	-3
财务费用	158	69	44	-5
投资损失	-11	-6	-7	-7
少数股东损益	9	11	13	15
营运资金的变动	-383	-1481	970	279
经营活动产生现金流量	412	-143	1538	1064
投资活动产生现金流量	-259	97	-17	-2
融资活动产生现金流量	-475	251	9	140
现金净变动	-321	206	1531	1202
现金的期初余额	2572	2678	2884	4415
现金的期末余额	2251	2884	4415	5617

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	10322	12210	13787	15201
营业成本	9086	10828	12256	13524
税金及附加	90	107	117	131
销售费用	20	24	28	31
管理费用	111	127	143	159
研发费用	339	356	374	393
财务费用	81	69	44	-5
其他收益	2	3	3	3
投资收益	11	6	7	7
公允价值变动收益	3	4	3	3
信用减值损失	-53	-44	-45	-46
资产减值损失	-53	-46	-48	-48
资产处置收益	2	1	1	1
营业利润	506	623	746	889
营业外收入	12	12	12	12
营业外支出	4	7	8	7
利润总额	513	627	750	894
所得税	105	125	157	197
净利润	409	502	592	698
少数股东损益	9	11	13	15
归属母公司净利润	400	491	580	682
EPS(元)	0.36	0.45	0.53	0.62

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	-8.8%	18.3%	12.9%	10.3%
营业利润增长率	28.0%	23.2%	19.7%	19.3%
归母净利润增长率	-3.5%	22.8%	18.0%	17.7%
盈利能力				
毛利率	12.0%	11.3%	11.1%	11.0%
净利率	3.9%	4.0%	4.2%	4.5%
ROE	10.4%	11.3%	12.0%	12.5%
偿债能力				
资产负债率	78.2%	77.0%	76.7%	75.8%
流动比率	1.13	1.19	1.23	1.28
速动比率	0.87	0.85	0.90	0.93
营运能力				
资产周转率	58.5%	64.6%	67.3%	67.8%
应收帐款周转率	710.6%	804.1%	793.1%	781.4%
存货周转率	266.0%	278.0%	265.5%	269.5%
每股资料(元)				
每股收益	0.36	0.45	0.53	0.62
每股经营现金	0.37	-0.13	1.40	0.97
每股净资产	3.49	3.93	4.40	4.95
估值比率(倍)				
PE	14.2	11.6	9.8	8.3
PB	1.5	1.3	1.2	1.0

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注册为证券分析师，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