

2023年04月15日
 华阳国际(002949.SZ)

ESSENCE

公司快报

证券研究报告

建筑设计及服务Ⅲ

归母业绩稳健增长,业务结构调整盈利提升

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

18.12元

股价(2023-04-14)

13.94元

■ **事件:** 公司发布 2022 年年度报告, 公司 2022 年实现营业收入 18.25 亿元, 同比减少 36.54%; 归母净利润 1.12 亿元, 同比增长 6.48%; 扣非后归母净利润 0.87 亿元, 同比增长 14.01%; 基本每股收益 0.57 元, 同比增长 6.48%。

交易数据

总市值(百万元)

2,732.79

流通市值(百万元)

2,078.96

总股本(百万股)

196.04

流通股本(百万股)

149.14

12个月价格区间

11.88/17.69元

■ **积极调整业务结构,深耕华南辐射全国:** 公司 2022 年实现营业收入 18.25 亿元, 同比减少 36.54%, 主要系 EPC 业务收入大幅下降所致。分季度来看, 2022 年 Q1-Q4 单季度分别实现营业收入 3.77、4.84、4.36、5.29 亿元, 分别同比变动 3.27%、-29.44%、-44.52%、-49.15%。**按业务结构来看,** 公司建筑设计、工程总承包和造价咨询业务 2022 年分别实现营业收入 12.29、3.18 和 2.23 亿元, 分别同比减少 20.12%、70.71% 和 1.66%, 分别占总收入的 67.32% (yoy+13.83 个 pct)、17.43% (yoy-20.34 个 pct)、12.22% (yoy+4.34 个 pct), EPC 业务收入和占比大幅下滑主要系公司调整业务结构, 减少低毛利的 EPC 项目承揽所致。此外, 公司也积极调整建筑设计业务结构, 2022 年住宅、公建和商业综合体项目收入分别占建筑设计业务收入的 47.49%、31.92% 和 20.59%, 分别同比变动 -2.01、+2.34、-0.33 个 pct。**按区域布局来看,** 公司深耕华南区域市场多年, 形成了以华南地区为中心, 辐射华中、华东、西南和华北等地区的业务布局, 设立了广州、湖南、上海、海南、广西、江西、湖北、香港、北京等多个区域公司。期内, 华南、华中、华东、西南地区分别实现营业收入 15.66、1.54、0.68、0.23 亿元, 分别贡献 2022 年收入的 85.81%、8.45%、3.73%、1.24%。

股价表现



资料来源: Wind 资讯

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|-------|------|------|
| 相对收益 | -13.3 | -3.9 | -5.2 |
| 绝对收益 | -10.6 | -3.5 | -7.6 |

苏多永

分析师

SAC 执业证书编号: S1450517030005

sudy@essence.com.cn

董文静

分析师

SAC 执业证书编号: S1450522030004

dongwj@essence.com.cn

■ **经营业绩稳健增长,盈利能力整体回升:** 公司 2022 年分别实现扣非前后归母净利润 1.12 和 0.87 亿元, 分别同比增长 6.48% 和 14.01%, 期内公司经营业绩保持稳定。归母净利润增速高于收入增速的原因主要在于: **1) 盈利能力方面:** 公司调整业务结构, 降低低毛利的 EPC 业务占比, 毛利率整体有所回升。期内公司整体毛利率为 29.21%, 同比大幅提升 8.32 个 pct, 分业务来看, 建筑设计、工程总承包和造价咨询业务的毛利率分别为 34.60%、3.16%、38.36%, 分别同比提升 2.85、0.48、3.42 个 pct。期内公司净利率为 7.92%, 同比提升 3.38 个 pct, 盈利能力整体较上年有所改善; **2) 减值计提方面:** 公司 2022 年资产和信用合计计提减值损失 0.97 亿元, 同比减少 0.61 亿元, 主要系信用减值损

相关报告

营收高增订单充足, 减值计提拖累利润增速 2022-04-10

失同比减少 0.69 亿元。扣非后归母净利润增速高于扣非前增速主要系其他营业外支出较上年同期增加 0.14 亿元所致。**费用率方面**，公司 2022 年期间费用率为 16.06%，同比上升 4.86 个 pct，其中管理 / 研发 / 销售 / 财务费用率分别为 8.95%/4.38%/2.45%/0.27%，分别同比变动 +3.25/+1.00/+0.72/-0.22 个 pct。

经营性现金流保持净流入，资产负债率水平较为稳定：现金流管理方面，公司 2022 年经营性现金流实现净流入 2.65 亿元，较上年同期净流入增加 0.27 亿元，主要系期内公司控制各类成本支出，以及代建项目的代收代付资金增加所致。**资产结构方面**，截至期末，公司货币资金和交易性金融资产余额分别为 6.25 亿元和 5.17 亿元，分别同比增长 63.48%、-31.80%，货币资金大幅增长主要系公司赎回理财产品所致，二者合计占总资产的 35.45%。公司负债中合同负债的占比较高，报告期末公司合同负债达到 5.21 亿元，同比增长 22.49%，占总负债的 31.75%。截至 2022 年末，公司资产负债率为 50.96%，同比上升 0.22 个 pct，剔除合同负债的资产负债率为 34.78%，同比降低 1.97 个 pct。

装配式建筑产业链上下延伸，BIM 正向设计平台日趋完善：2022 年受疫情和地产行业承压影响，公司整体设计业务新签订单 15.16 亿元，同比-37.74%，新签造价咨询 2.13 亿元(yoy-52.82%)、工程总承包及全过程工程咨询 0.48 亿元 (yoy-69.41%)。**装配式建筑方面**，公司自 2004 年开展装配式建筑设计研究，目前已具备丰富的研究经验，掌握了从设计到施工的全过程技术，可提供涵盖装配式建筑设计策划、前期规划、建筑方案、施工图设计、构件图深化、生产安装指导及 BIM 技术应用等全流程技术服务。2022 年装配式设计业务新签合同额 6.15 元，占建筑设计业务板块比重为 40.52% (同比-4.08 个 pct)。**BIM 技术方面**，公司 2008 年启动 BIM 专项研究，是国内较早启动 BIM 专项研究的设计企业之一，BIM 应用经验位居行业前列。期内，公司与中望软件共同设立合资公司，依托中望软件在工业软件研发领域的优势，与公司在建筑设计行业丰富的应用场景及应用软件研发经验，共同开展国产 BIM 软件研发。公司已逐步构建建筑、结构、给排水、暖通、电气、装配式等全专业的 BIM 正向设计能力，BIM 正向设计平台的构建日趋完善，建筑科技转型持续推进。

投资建议：公司为我国建筑设计领域的优质民营龙头，行业地位不断提升，优质客户资源丰富，立足建筑设计，拓展业务链至全过程咨询和 EPC。同时装配式设计和 BIM 应用水平行业领先，在保障房领域客户资源和技术经验优势显著。公司有望全面受益于新型城镇化建设、建筑工业化发展和保障房建设推进力度。目前地产行业边际改善，地产链设计公司项目推进及回款有望同步

好转。预计公司 2023-2025 年营收分别为 21.44 亿元、24.89 亿元和 28.45 亿元，分别同比增长 17.5%、16.1%和 14.3%，净利润分别为 1.73 亿元、2.06 亿元和 2.41 亿元，分别同比增长 54.3%、19.2%和 16.9%，EPS 分别为 0.88 元、1.05 元和 1.23 元，动态 PE 分别为 16.2 倍、13.6 倍和 11.6 倍，PB 分别为 1.7 倍、1.6 倍、1.5 倍，维持“买入-A”评级。

■ 风险提示：宏观经济大幅波动；政策推进不及预期；固定投资下滑；省内勘察设计行业营收增速不及预期；广东省内营收占比不及预期；省外扩张不及预期；建筑科技业务进度不及预期；人员流失；客户经营状况下滑；行业竞争加剧风险等。

| (百万元) | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营收入 | 2,876.5 | 1,825.5 | 2,144.3 | 2,489.1 | 2,844.7 |
| 净利润 | 105.4 | 112.2 | 173.0 | 206.3 | 241.0 |
| 每股收益(元) | 0.54 | 0.57 | 0.88 | 1.05 | 1.23 |
| 每股净资产(元) | 7.30 | 7.55 | 8.17 | 8.91 | 9.77 |
| 盈利和估值 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 市盈率(倍) | 26.6 | 25.0 | 16.2 | 13.6 | 11.6 |
| 市净率(倍) | 2.0 | 1.9 | 1.7 | 1.6 | 1.5 |
| 净利率 | 3.7% | 6.1% | 8.1% | 8.3% | 8.5% |
| 净资产收益率 | 7.4% | 7.6% | 10.8% | 11.8% | 12.6% |
| 股息收益率 | 2.1% | 0.0% | 1.9% | 2.2% | 2.6% |
| ROIC | 26.1% | 34.6% | 38.4% | 43.4% | 54.4% |

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| (百万元) | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 营业收入 | 2,876.5 | 1,825.5 | 2,144.3 | 2,489.1 | 2,844.7 | 成长性 | | | | | |
| 减: 营业成本 | 2,275.8 | 1,292.3 | 1,505.4 | 1,747.6 | 1,969.2 | 营业收入增长率 | 51.9% | -36.5% | 17.5% | 16.1% | 14.3% |
| 营业税费 | 15.1 | 12.5 | 15.0 | 17.4 | 19.9 | 营业利润增长率 | -33.1% | 16.0% | 44.1% | 22.9% | 17.8% |
| 销售费用 | 49.7 | 44.8 | 55.8 | 59.7 | 68.3 | 净利润增长率 | -39.2% | 6.5% | 54.3% | 19.2% | 16.8% |
| 管理费用 | 164.1 | 163.4 | 193.0 | 211.6 | 239.0 | EBITDA 增长率 | 13.4% | -11.1% | 12.3% | 10.2% | 12.5% |
| 研发费用 | 97.3 | 80.0 | 107.2 | 99.6 | 113.8 | EBIT 增长率 | 13.0% | -10.4% | 12.6% | 10.5% | 13.0% |
| 财务费用 | 11.1 | 5.0 | -4.3 | -7.2 | -4.8 | NOPLAT 增长率 | -27.7% | 12.8% | 29.7% | 22.1% | 19.0% |
| 资产减值损失 | -27.1 | -35.4 | -40.0 | -30.0 | -25.0 | 投资资本增长率 | -15.0% | 17.1% | 8.1% | -5.2% | -36.9% |
| 加: 公允价值变动收益 | 1.8 | 4.1 | - | -41.4 | -71.4 | 净资产增长率 | 3.6% | 5.4% | 9.9% | 11.2% | 11.8% |
| 投资和汇兑收益 | 16.8 | 14.7 | 15.0 | 15.0 | 15.0 | | | | | | |
| 营业利润 | 147.9 | 171.5 | 247.3 | 304.0 | 358.1 | 利润率 | | | | | |
| 加: 营业外净收支 | -0.9 | -11.3 | -1.9 | -2.3 | -5.2 | 毛利率 | 20.9% | 29.2% | 29.8% | 29.8% | 30.8% |
| 利润总额 | 147.1 | 160.3 | 245.3 | 301.7 | 352.9 | 营业利润率 | 5.1% | 9.4% | 11.5% | 12.2% | 12.6% |
| 减: 所得税 | 16.5 | 15.8 | 36.8 | 45.3 | 52.9 | 净利润率 | 3.7% | 6.1% | 8.1% | 8.3% | 8.5% |
| 净利润 | 105.4 | 112.2 | 173.0 | 206.3 | 241.0 | EBITDA/营业收入 | 12.5% | 17.4% | 16.7% | 15.8% | 15.6% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 11.1% | 15.7% | 15.1% | 14.3% | 14.2% |
| | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| 资产负债表 | | | | | | 固定资产周转天数 | 49 | 82 | 68 | 59 | 52 |
| (百万元) | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 流动营业资本周转天数 | -24 | -49 | -50 | -48 | -60 |
| 货币资金 | 382.1 | 624.7 | 814.7 | 1,069.0 | 1,588.0 | 流动资产周转天数 | 242 | 393 | 351 | 336 | 338 |
| 交易性金融资产 | 758.3 | 517.1 | 517.1 | 475.8 | 404.4 | 应收帐款周转天数 | 61 | 115 | 95 | 86 | 79 |
| 应收帐款 | 541.2 | 626.2 | 510.8 | 679.4 | 570.7 | 存货周转天数 | 0 | | 1 | 1 | 0 |
| 应收票据 | 26.2 | 9.4 | 69.9 | 32.6 | 30.1 | 总资产周转天数 | 363 | 618 | 549 | 511 | 497 |
| 预付帐款 | 7.8 | 7.8 | 7.5 | 9.7 | 11.4 | 投资资本周转天数 | 63 | 98 | 94 | 82 | 57 |
| 存货 | - | - | 6.4 | 2.6 | 1.2 | | | | | | |
| 其他流动资产 | 230.8 | 249.5 | 222.5 | 234.3 | 235.4 | 投资回报率 | | | | | |
| 可供出售金融资产 | - | - | - | - | - | ROE | 7.4% | 7.6% | 10.8% | 11.8% | 12.6% |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | ROA | 4.3% | 4.5% | 6.3% | 6.8% | 7.3% |
| 长期股权投资 | 32.2 | 52.4 | 52.4 | 52.4 | 52.4 | ROIC | 26.1% | 34.6% | 38.4% | 43.4% | 54.4% |
| 投资性房地产 | 56.1 | 59.5 | 59.5 | 59.5 | 59.5 | 费用率 | | | | | |
| 固定资产 | 427.4 | 402.3 | 403.2 | 406.3 | 408.0 | 销售费用率 | 1.7% | 2.5% | 2.6% | 2.4% | 2.4% |
| 在建工程 | 114.9 | 224.4 | 292.0 | 334.8 | 346.3 | 管理费用率 | 5.7% | 9.0% | 9.0% | 8.5% | 8.4% |
| 无形资产 | 195.0 | 191.2 | 188.1 | 184.9 | 181.8 | 研发费用率 | 3.4% | 4.4% | 5.0% | 4.0% | 4.0% |
| 其他非流动资产 | 269.4 | 256.6 | 175.2 | 211.9 | 206.3 | 财务费用率 | 0.4% | 0.3% | -0.2% | -0.3% | -0.2% |
| 资产总额 | 3,041.4 | 3,221.2 | 3,319.3 | 3,753.1 | 4,095.5 | 四费/营业收入 | 11.2% | 16.1% | 16.4% | 14.6% | 14.6% |
| 短期债务 | 23.9 | 2.4 | 30.0 | 40.0 | 50.0 | 偿债能力 | | | | | |
| 应付帐款 | 251.4 | 388.0 | 188.5 | 402.9 | 398.9 | 资产负债率 | 50.7% | 51.0% | 47.7% | 48.5% | 47.3% |
| 应付票据 | - | - | - | - | - | 负债权益比 | 103.0% | 103.9% | 91.1% | 94.3% | 89.7% |
| 其他流动负债 | 803.7 | 829.3 | 955.8 | 947.3 | 1,067.3 | 流动比率 | 1.80 | 1.67 | 1.83 | 1.80 | 1.87 |
| 长期借款 | - | - | - | - | - | 速动比率 | 1.80 | 1.67 | 1.82 | 1.80 | 1.87 |
| 其他非流动负债 | 464.1 | 421.6 | 408.0 | 431.3 | 420.3 | 利息保障倍数 | 28.82 | 57.27 | -75.84 | -49.63 | -83.27 |
| 负债总额 | 1,543.1 | 1,641.4 | 1,582.3 | 1,821.5 | 1,936.5 | 分红指标 | | | | | |
| 少数股东权益 | 67.1 | 99.5 | 135.0 | 185.1 | 244.1 | DPS(元) | 0.30 | - | 0.26 | 0.32 | 0.37 |
| 股本 | 196.0 | 196.0 | 196.0 | 196.0 | 196.0 | 分红比率 | 55.8% | 0.0% | 30.0% | 30.0% | 30.0% |
| 留存收益 | 1,113.3 | 1,163.9 | 1,285.0 | 1,429.4 | 1,598.1 | 股息收益率 | 2.1% | 0.0% | 1.9% | 2.2% | 2.6% |
| 股东权益 | 1,498.2 | 1,579.8 | 1,736.9 | 1,931.6 | 2,159.1 | | | | | | |
| | | | | | | 业绩和估值指标 | | | | | |
| 现金流量表 | | | | | | EPS(元) | 0.54 | 0.57 | 0.88 | 1.05 | 1.23 |
| (百万元) | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | BVPS(元) | 7.30 | 7.55 | 8.17 | 8.91 | 9.77 |
| 净利润 | 130.6 | 144.5 | 173.0 | 206.3 | 241.0 | PE(X) | 26.6 | 25.0 | 16.2 | 13.6 | 11.6 |
| 加: 折旧和摊销 | 55.3 | 46.9 | 34.7 | 37.2 | 39.9 | PB(X) | 2.0 | 1.9 | 1.7 | 1.6 | 1.5 |
| 资产减值准备 | 157.9 | 97.4 | - | - | - | P/FCF | 14.5 | 85.4 | 22.5 | 10.7 | 6.1 |
| 公允价值变动损失 | -1.8 | -4.1 | - | -41.4 | -71.4 | P/S | 1.0 | 1.5 | 1.3 | 1.1 | 1.0 |
| 财务费用 | 12.4 | 9.8 | -4.3 | -7.2 | -4.8 | EV/EBITDA | 7.3 | 5.1 | 5.0 | 4.1 | 2.8 |
| 投资收益 | -16.9 | -14.7 | -15.0 | -15.0 | -15.0 | CAGR(%) | 25.2% | 27.6% | 2.9% | 25.2% | 27.6% |
| 少数股东损益 | 25.2 | 32.4 | 35.5 | 50.2 | 59.0 | PEG | 1.1 | 0.9 | 5.5 | 0.5 | 0.4 |
| 营运资金的变动 | -150.0 | -525.0 | 103.1 | 36.3 | 219.3 | ROIC/WACC | 2.2 | 2.9 | 3.3 | 3.7 | 4.6 |
| 经营活动产生现金流量 | 238.2 | 265.4 | 327.0 | 266.4 | 468.0 | REP | 2.6 | 1.0 | 0.9 | 0.8 | 0.8 |
| 投资活动产生现金流量 | -140.0 | 84.4 | -85.0 | 17.7 | 107.7 | | | | | | |
| 融资活动产生现金流量 | -158.6 | -105.4 | -52.0 | -29.8 | -56.8 | | | | | | |

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034