

华设集团 (603018)

证券研究报告

2023年04月26日

盈利能力持续改善，“建筑+AI”打造第二成长曲线

22年业绩稳健增长，看好中长期数字化转型

公司发布22年报&23年一季报，22FY实现营业收入58.39亿元，同比+0.29%，实现归母净利润6.84亿元，同比+10.58%，实现扣非归母净利润6.57亿元，同比+9.71%，利润增速明显更快，我们判断或主要受益于高毛利的业务占比提升所带来的整体毛利率上行。单季度来看，22Q4公司实现营收/归母净利润25.56/3.36亿元，同比分别-7.47%/+9.26%，23Q1营收/归母净利润分别为8.73/0.95亿元，同比分别-4.83%/+1.73%，扣非归母净利润0.92亿元，同比+1.94%，23年以来利润端呈现改善趋势。我们认为公司在智慧城市和智慧交通领域持续发力，中长期来看业绩仍具备较高弹性。

高毛利业务占比提升，“建筑+AI”打造第二成长曲线

分行业看，22年传统业务/新兴业务分别实现营收48.3/9.8亿元，同比分别-0.29%/+3.73%，毛利率分别为39.9%/22.5%，同比分别+7.0/-3.8pct，新兴业务中，数字智慧/绿色低碳业务分别实现营收3.7/6.1亿元，同比分别-6.4%/+10.9%。分产品看，规划研究/勘察设计/试验检测/工程管理/工程承包分别实现营收7.1/37.5/3.8/2.1/7.0亿元，同比分别-3.3%/+2.5%/+2.7%/+15.8%/-0.2%，毛利率分别同比+5.6/+5.9/+8.1/+14.9/-4.3pct，高毛利业务毛利率上行，同时占比持续提升。此外公司持续发力AI，子公司狄诺尼22年实现营收0.54亿元，同比+159%，近4年CAGR达80.97%，数字建造产品已在7个省份28个重大工程中投入应用。

盈利能力持续向好，现金流有所改善

22年公司综合毛利率为36.9%，同比+5.09pct，期间费用率为18.9%，同比+4.03pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为4.48%/9.13%/5.38%/-0.09%，同比分别+0.18/+2.9/+1.02/-0.07pct，22年资产及信用减值损失合计2.54亿元，同比少损失0.1亿元，综合影响下净利率同比+1.22pct至12.15%。23Q1公司毛利率同比+0.75pct至31.8%，净利率+1.11pct至10.99%，盈利能力持续向好。22年CFO净额+4.9亿元，同比+0.97亿元，收现比同比+3.11pct至87.92%，付现比同比-1.45pct至54.68%。

看好中长期成长性，维持“买入”评级

我们认为公司持续聚焦项目承接质量和回款，并以“数字化”“智慧化”“绿色低碳”等为重点方向，打造第二成长曲线，中长期成长空间广阔，考虑到公司22年业绩略低于我们此前预期，我们下调公司23-25年归母净利润至7.8/9.0/10.6亿元（23-24年前值为8.4/9.7亿元），参考可比公司估值，给予公司23年11倍PE，对应目标价12.56元，维持“买入”评级。

风险提示：数字化转型不及预期，在手订单执行力度不及预期，市场开拓不及预期，项目毛利率不及预期。

| 财务数据和估值 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 5,821.96 | 5,838.93 | 6,546.97 | 7,405.58 | 8,478.37 |
| 增长率(%) | 8.74 | 0.29 | 12.13 | 13.11 | 14.49 |
| EBITDA(百万元) | 1,373.30 | 1,520.04 | 1,289.61 | 1,475.33 | 1,694.26 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 618.22 | 683.63 | 780.58 | 904.40 | 1,062.12 |
| 增长率(%) | 6.10 | 10.58 | 14.18 | 15.86 | 17.44 |
| EPS(元/股) | 0.90 | 1.00 | 1.14 | 1.32 | 1.55 |
| 市盈率(P/E) | 9.64 | 8.72 | 7.64 | 6.59 | 5.61 |
| 市净率(P/B) | 1.54 | 1.36 | 1.16 | 1.01 | 0.88 |
| 市销率(P/S) | 1.02 | 1.02 | 0.91 | 0.81 | 0.70 |
| EV/EBITDA | 2.73 | 2.06 | 2.64 | 2.06 | 1.52 |

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业 建筑装饰/工程咨询服务 II

6个月评级 买入（维持评级）

当前价格 8.72元

目标价格 12.56元

基本数据

A股总股本(百万股) 683.78

流通A股本(百万股) 668.62

A股总市值(百万元) 5,962.57

流通A股市值(百万元) 5,830.37

每股净资产(元) 6.58

资产负债率(%) 59.72

一年内最高/最低(元) 10.67/7.50

作者

鲍荣富 分析师
SAC执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC执业证书编号：S1110521010001
wangtaoa@tfzq.com

王雯 分析师
SAC执业证书编号：S1110521120005
wangwena@tfzq.com

股价走势



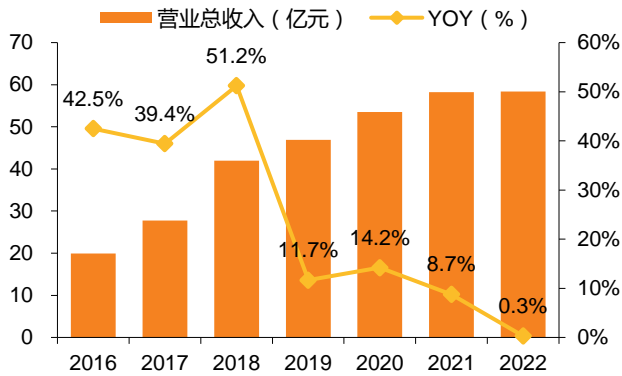
资料来源：聚源数据

相关报告

- 《华设集团-季报点评:业绩增长势头较好，看好数字化转型步伐加快》 2022-11-01
- 《华设集团-半年报点评:上半年业绩稳步增长，数字化转型仍值得期待》 2022-08-24
- 《华设集团-季报点评:业绩超预期，智慧交通业务加码》 2022-04-28

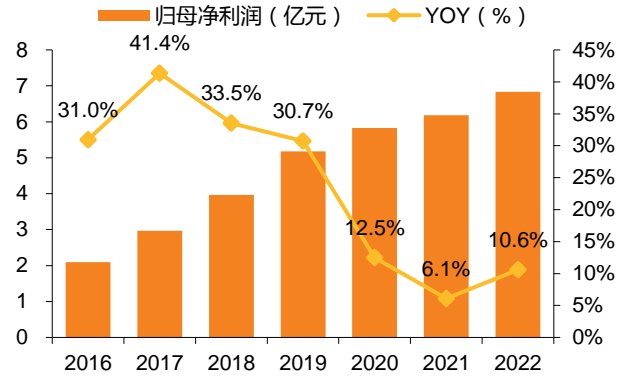
公司历年经营情况数据

图 1：公司历年营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司历年归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

表 1：可比公司估值表

| 股票代码 | 股票简称 | 总市值 (亿元) | 当前价格 (元) | EPS (元) | | | | PE (倍) | | | |
|-----------|------|----------|----------|---------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| | | | | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 300284.SZ | 苏交科 | 79.43 | 6.29 | 0.47 | 0.52 | 0.59 | 0.71 | 13.38 | 12.09 | 10.73 | 8.83 |
| 002949.SZ | 华阳国际 | 28.19 | 14.38 | 0.57 | 0.91 | 1.09 | 1.20 | 25.13 | 15.73 | 13.17 | 11.97 |
| 300564.SZ | 筑博设计 | 19.77 | 12.01 | 0.91 | 0.99 | 1.11 | 1.24 | 13.22 | 12.09 | 10.86 | 9.65 |
| | 平均 | | | | | | | 17.24 | 13.30 | 11.59 | 10.15 |
| 603018.SH | 华设集团 | 59.63 | 8.72 | 1.00 | 1.14 | 1.32 | 1.55 | 8.72 | 7.64 | 6.59 | 5.61 |

注：数据截至 20230425 收盘，除华设集团为天风预测外，其余公司 23-25 年数据来自 Wind 一致预期。

资料来源：Wind，天风证券研究所

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金 | 1,709.22 | 1,726.10 | 2,357.57 | 2,728.69 | 3,274.05 |
| 应收票据及应收账款 | 3,807.64 | 4,016.69 | 4,712.61 | 5,161.50 | 6,142.99 |
| 预付账款 | 301.96 | 369.00 | 210.05 | 389.92 | 237.45 |
| 存货 | 375.20 | 312.16 | 405.85 | 376.71 | 489.65 |
| 其他 | 232.63 | 233.73 | 3,943.61 | 3,973.93 | 4,334.13 |
| 流动资产合计 | 6,426.65 | 6,657.68 | 11,629.68 | 12,630.75 | 14,478.26 |
| 长期股权投资 | 286.48 | 394.63 | 394.63 | 394.63 | 394.63 |
| 固定资产 | 374.96 | 358.44 | 297.93 | 238.42 | 180.91 |
| 在建工程 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 无形资产 | 45.09 | 66.53 | 60.44 | 54.35 | 48.25 |
| 其他 | 655.22 | 750.78 | 718.42 | 696.77 | 675.11 |
| 非流动资产合计 | 1,361.75 | 1,570.39 | 1,471.43 | 1,384.17 | 1,298.91 |
| 资产总计 | 10,690.94 | 11,845.16 | 13,101.11 | 14,014.92 | 15,777.17 |
| 短期借款 | 303.32 | 204.20 | 276.32 | 231.52 | 264.74 |
| 应付票据及应付账款 | 3,174.23 | 3,661.51 | 3,981.89 | 4,104.62 | 4,857.73 |
| 其他 | 2,110.16 | 2,346.08 | 3,519.15 | 3,567.17 | 3,736.32 |
| 流动负债合计 | 5,587.71 | 6,211.79 | 7,777.36 | 7,903.31 | 8,858.79 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 34.58 | 72.51 | 70.00 | 65.00 | 10.00 |
| 非流动负债合计 | 34.58 | 72.51 | 70.00 | 65.00 | 10.00 |
| 负债合计 | 6,703.90 | 7,362.63 | 7,847.36 | 7,968.31 | 8,868.79 |
| 少数股东权益 | 108.83 | 90.87 | 117.66 | 141.43 | 167.71 |
| 股本 | 668.62 | 683.78 | 683.78 | 683.78 | 683.78 |
| 资本公积 | 463.78 | 541.10 | 541.10 | 541.10 | 541.10 |
| 留存收益 | 2,745.81 | 3,251.65 | 3,954.18 | 4,722.92 | 5,572.61 |
| 其他 | 0.00 | (84.88) | (42.97) | (42.62) | (56.82) |
| 股东权益合计 | 3,987.04 | 4,482.53 | 5,253.76 | 6,046.62 | 6,908.39 |
| 负债和股东权益总计 | 10,690.94 | 11,845.16 | 13,101.11 | 14,014.92 | 15,777.17 |

| 现金流量表(百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-----------------|-----------------|---------------|-----------------|-----------------|
| 净利润 | 636.53 | 709.69 | 780.58 | 904.40 | 1,062.12 |
| 折旧摊销 | 61.47 | 58.35 | 46.60 | 47.60 | 47.60 |
| 财务费用 | 18.98 | 14.94 | (13.30) | (19.27) | (37.82) |
| 投资损失 | (15.22) | (9.63) | (9.63) | (9.63) | (9.63) |
| 营运资金变动 | (416.61) | (497.31) | (270.37) | (440.54) | (417.24) |
| 其它 | 106.90 | 213.48 | 36.76 | 27.97 | 32.85 |
| 经营活动现金流 | 392.06 | 489.53 | 570.65 | 510.53 | 677.89 |
| 资本支出 | 133.59 | 122.73 | (17.49) | (13.00) | 39.00 |
| 长期投资 | 120.45 | 108.16 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (388.43) | (414.60) | 33.12 | 40.63 | (13.37) |
| 投资活动现金流 | (134.39) | (183.71) | 15.63 | 27.63 | 25.63 |
| 债权融资 | 84.49 | (76.94) | 84.31 | (27.53) | 75.04 |
| 股权融资 | (133.84) | 7.60 | (39.12) | (139.51) | (233.20) |
| 其他 | (48.30) | (222.64) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 筹资活动现金流 | (97.65) | (291.97) | 45.19 | (167.03) | (158.16) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | 160.01 | 13.85 | 631.46 | 371.13 | 545.36 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入 | 5,821.96 | 5,838.93 | 6,546.97 | 7,405.58 | 8,478.37 |
| 营业成本 | 3,967.06 | 3,681.48 | 4,169.13 | 4,695.39 | 5,377.40 |
| 营业税金及附加 | 40.87 | 41.92 | 47.00 | 53.17 | 60.87 |
| 销售费用 | 250.58 | 261.54 | 291.34 | 325.85 | 373.05 |
| 管理费用 | 362.58 | 533.14 | 569.59 | 629.47 | 703.70 |
| 研发费用 | 253.85 | 313.86 | 353.54 | 403.60 | 466.31 |
| 财务费用 | (1.31) | (5.16) | (13.30) | (19.27) | (37.82) |
| 资产/信用减值损失 | (263.62) | (254.03) | (210.00) | (250.00) | (280.00) |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 7.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 15.22 | 9.63 | 9.63 | 9.63 | 9.63 |
| 其他 | 458.25 | 435.95 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 738.48 | 820.60 | 936.31 | 1,077.00 | 1,264.48 |
| 营业外收入 | 0.42 | 0.89 | 1.00 | 1.00 | 1.00 |
| 营业外支出 | 1.50 | 3.24 | 3.00 | 3.00 | 3.00 |
| 利润总额 | 737.40 | 818.26 | 934.31 | 1,075.00 | 1,262.48 |
| 所得税 | 100.87 | 108.57 | 123.97 | 142.63 | 167.51 |
| 净利润 | 636.53 | 709.69 | 810.34 | 932.37 | 1,094.97 |
| 少数股东损益 | 18.32 | 26.06 | 29.76 | 27.97 | 32.85 |
| 归属于母公司净利润 | 618.22 | 683.63 | 780.58 | 904.40 | 1,062.12 |
| 每股收益(元) | 0.90 | 1.00 | 1.14 | 1.32 | 1.55 |

| 主要财务比率 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 8.74% | 0.29% | 12.13% | 13.11% | 14.49% |
| 营业利润 | 5.70% | 11.12% | 14.10% | 15.03% | 17.41% |
| 归属于母公司净利润 | 6.10% | 10.58% | 14.18% | 15.86% | 17.44% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 31.86% | 36.95% | 36.32% | 36.60% | 36.57% |
| 净利率 | 10.62% | 11.71% | 11.92% | 12.21% | 12.53% |
| ROE | 15.94% | 15.57% | 15.20% | 15.32% | 15.76% |
| ROIC | 38.94% | 34.67% | 34.17% | 35.57% | 35.75% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 62.71% | 62.16% | 59.90% | 56.86% | 56.21% |
| 净负债率 | -34.96% | -33.30% | -39.08% | -40.87% | -43.13% |
| 流动比率 | 1.40 | 1.41 | 1.50 | 1.60 | 1.63 |
| 速动比率 | 1.34 | 1.37 | 1.44 | 1.55 | 1.58 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 1.72 | 1.49 | 1.50 | 1.50 | 1.50 |
| 存货周转率 | 13.96 | 16.99 | 18.24 | 18.93 | 19.57 |
| 总资产周转率 | 0.59 | 0.52 | 0.52 | 0.55 | 0.57 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.90 | 1.00 | 1.14 | 1.32 | 1.55 |
| 每股经营现金流 | 0.57 | 0.72 | 0.83 | 0.75 | 0.99 |
| 每股净资产 | 5.67 | 6.42 | 7.51 | 8.64 | 9.86 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 9.64 | 8.72 | 7.64 | 6.59 | 5.61 |
| 市净率 | 1.54 | 1.36 | 1.16 | 1.01 | 0.88 |
| EV/EBITDA | 2.73 | 2.06 | 2.64 | 2.06 | 1.52 |
| EV/EBIT | 2.83 | 2.13 | 2.74 | 2.12 | 1.56 |

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|--|---|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com |