

华阳国际 (002949.SZ)

业绩增长 27%符合预期，装配式与 BIM 加速开拓

业绩增长 27%符合预期，核心设计业务持续快速增长。公司发布 2020 年业绩快报，全年实现营收 18.9 亿元，同增 59%，较 2019 年加速 28 个 pct；实现归母净利润 1.7 亿元，同增 27%，较 2019 年加速 19 个 pct，符合市场预期。营收增长快于业绩增速主要系 EPC 新业务显著放量所致。**分季度看**，Q1-4 分别实现营收 1.9/4.0/5.4/7.7 亿元，同增 8%/33%/72%/89%，逐季加速趋势清晰。Q1-4 分别实现归母净利润-0.26/0.65/0.71/0.64 亿元，同比变化-616%/103%/36%/39%。**分业务看**，设计业务/非设计业务分别实现营收 9.3/2.7 亿元，同增 33%/149%，核心设计业务持续较快增长，EPC 新业务驱动非设计业务大幅增长。当前公司在手订单充裕，预计随着订单持续向收入转化，2021 年公司有望继续快速增长。

持续受益装配式与开发商集采，异地扩张加速开拓促加快成长。公司当前面临多个重要增长点：**1) 受益装配式发展**，公司装配式建筑设计订单呈现快速增长态势，我们预计 2020 年公司装配式设计订单增速达 100%，预计在全部分设计订单中占比已达 40%，逐渐成为公司重要增长引擎；**2) 受益开发商集采**，公司为万科、华润、保利等龙头地产商长期设计服务供应商，随着房企集中度提升、龙头房企设计集采规模扩大，公司住宅类设计业务快速增长。**3) 异地持续扩张**，公司在不断巩固大湾区龙头地位的同时，利用品牌与技术优势，积极开拓华东、华中、华南与香港市场，有望带来显著业务增量。

BIM 技术储备丰富，未来发展值得期待。2010 年至今，公司持续加强 BIM 技术研发与应用，目前 BIM 应用开发团队达 100 人、BIM 正向设计师达 400 人，相关技术与业务能力储备丰富。相比 IT 企业，由于建筑设计业务的复杂性与综合性，公司专业能力优势显著；相比设计院，公司 IT 开发能力优异。当前公司在实际业务中已大范围应用、持续迭代升级 BIM 技术，已打造华阳 iBIM V2.0 系统平台，可实现设计快速建模、造价自动生成、数字化施工管理等功能，具备市场化推广潜力，未来发展值得期待。

投资建议：我们预测公司 2020-2022 年归母净利润分别为 1.7/2.2/2.8 亿元，同比增长 28%/27%/27%（2019-2022 年 CAGR 为 27%），对应 EPS 为 0.89/1.13/1.42 元，当前股价对应 PE 为 26/21/16 倍，公司是国内装配式建筑设计领域稀缺龙头，预计未来持续较快增长，同时 BIM 业务发展值得期待，维持“买入”评级。

风险提示：地产行业政策风险，装配式及 BIM 等新领域竞争加剧风险，跨地域经营风险等。

| 财务指标 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 916 | 1,195 | 1,894 | 2,414 | 3,057 |
| 增长率 yoy (%) | 54.6 | 30.4 | 58.6 | 27.4 | 26.6 |
| 归母净利润 (百万元) | 126 | 136 | 174 | 221 | 279 |
| 增长率 yoy (%) | 24.7 | 8.0 | 27.6 | 27.0 | 26.5 |
| EPS 最新摊薄 (元/股) | 0.64 | 0.69 | 0.89 | 1.13 | 1.42 |
| 净资产收益率 (%) | 22.2 | 12.6 | 13.5 | 15.0 | 16.3 |
| P/E (倍) | 36.1 | 33.4 | 26.2 | 20.6 | 16.3 |
| P/B (倍) | 7.8 | 4.0 | 3.4 | 3.0 | 2.6 |

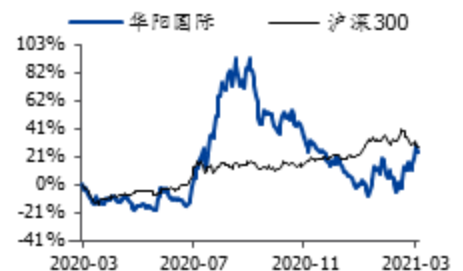
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (维持)

股票信息

| | |
|----------------|----------|
| 行业 | 房屋建设 |
| 前次评级 | 买入 |
| 最新收盘价 | 23.20 |
| 总市值(百万元) | 4,547.90 |
| 总股本(百万股) | 196.03 |
| 其中自由流通股(%) | 47.70 |
| 30 日日均成交量(百万股) | 1.90 |

股价走势



作者

分析师 何亚轩

执业证书编号：S0680518030004

邮箱：heyaxuan@gszq.com

分析师 廖文强

执业证书编号：S0680519070003

邮箱：liaowenqiang@gszq.com

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

相关研究

1、《华阳国际 (002949.SZ)：Q3 延续高增趋势，现金流持续改善》2020-10-28

2、《华阳国际 (002949.SZ)：Q2 盈利翻倍增长，装配式与 BIM 业务快速开拓》2020-08-25



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 730 | 1208 | 1598 | 1602 | 2219 |
| 现金 | 152 | 415 | 350 | 333 | 358 |
| 应收票据及应收账款 | 309 | 483 | 869 | 919 | 1433 |
| 其他应收款 | 15 | 15 | 33 | 29 | 49 |
| 预付账款 | 17 | 7 | 31 | 17 | 44 |
| 存货 | 21 | 17 | 44 | 34 | 65 |
| 其他流动资产 | 216 | 270 | 270 | 270 | 270 |
| 非流动资产 | 462 | 672 | 883 | 1026 | 1180 |
| 长期投资 | 35 | 32 | 28 | 24 | 19 |
| 固定资产 | 238 | 386 | 614 | 775 | 923 |
| 无形资产 | 69 | 74 | 79 | 85 | 93 |
| 其他非流动资产 | 120 | 180 | 162 | 141 | 145 |
| 资产总计 | 1192 | 1879 | 2480 | 2628 | 3399 |
| 流动负债 | 579 | 696 | 1113 | 1057 | 1560 |
| 短期借款 | 18 | 11 | 11 | 11 | 11 |
| 应付票据及应付账款 | 60 | 120 | 168 | 199 | 266 |
| 其他流动负债 | 501 | 565 | 934 | 847 | 1283 |
| 非流动负债 | 6 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 6 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 负债合计 | 585 | 701 | 1118 | 1062 | 1565 |
| 少数股东权益 | 20 | 28 | 39 | 54 | 73 |
| 股本 | 147 | 196 | 196 | 196 | 196 |
| 资本公积 | 220 | 642 | 642 | 642 | 642 |
| 留存收益 | 216 | 308 | 451 | 638 | 888 |
| 归属母公司股东权益 | 587 | 1150 | 1324 | 1512 | 1761 |
| 负债和股东权益 | 1192 | 1879 | 2480 | 2628 | 3399 |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 182 | 76 | 211 | 240 | 294 |
| 净利润 | 134 | 148 | 184 | 235 | 299 |
| 折旧摊销 | 17 | 34 | 66 | 88 | 86 |
| 财务费用 | 1 | -1 | 8 | 2 | 9 |
| 投资损失 | -7 | -10 | -9 | -9 | -9 |
| 营运资金变动 | 28 | -115 | -38 | -77 | -90 |
| 其他经营现金流 | 9 | 20 | -0 | -0 | -0 |
| 投资活动现金流 | -133 | -237 | -268 | -222 | -231 |
| 资本支出 | 160 | 204 | 215 | 147 | 159 |
| 长期投资 | -15 | 0 | 4 | 4 | 5 |
| 其他投资现金流 | 12 | -33 | -49 | -70 | -67 |
| 筹资活动现金流 | -15 | 421 | -8 | -34 | -39 |
| 短期借款 | -4 | -8 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 0 | 49 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 0 | 422 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -11 | -43 | -8 | -34 | -39 |
| 现金净增加额 | 34 | 259 | -65 | -16 | 25 |

利润表 (百万元)

| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 916 | 1195 | 1894 | 2414 | 3057 |
| 营业成本 | 623 | 820 | 1312 | 1671 | 2115 |
| 营业税金及附加 | 7 | 8 | 14 | 17 | 22 |
| 营业费用 | 19 | 30 | 47 | 62 | 73 |
| 管理费用 | 78 | 114 | 199 | 258 | 324 |
| 研发费用 | 36 | 53 | 111 | 140 | 177 |
| 财务费用 | 1 | -1 | 8 | 2 | 9 |
| 资产减值损失 | 10 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 4 | 11 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 7 | 10 | 9 | 9 | 9 |
| 资产处置收益 | -0 | -0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 154 | 169 | 212 | 272 | 345 |
| 营业外收入 | 4 | 3 | 5 | 4 | 4 |
| 营业外支出 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 利润总额 | 158 | 172 | 216 | 275 | 349 |
| 所得税 | 23 | 23 | 31 | 40 | 50 |
| 净利润 | 134 | 148 | 184 | 235 | 299 |
| 少数股东损益 | 8 | 12 | 11 | 15 | 20 |
| 归属母公司净利润 | 126 | 136 | 174 | 221 | 279 |
| EBITDA | 171 | 194 | 271 | 354 | 425 |
| EPS (元) | 0.64 | 0.69 | 0.89 | 1.13 | 1.42 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入(%) | 54.6 | 30.4 | 58.6 | 27.4 | 26.6 |
| 营业利润(%) | 23.8 | 9.7 | 25.7 | 28.4 | 26.8 |
| 归属于母公司净利润(%) | 24.7 | 8.0 | 27.6 | 27.0 | 26.5 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | 32.0 | 31.4 | 30.7 | 30.8 | 30.8 |
| 净利率(%) | 13.8 | 11.4 | 9.2 | 9.1 | 9.1 |
| ROE(%) | 22.2 | 12.6 | 13.5 | 15.0 | 16.3 |
| ROIC(%) | 21.7 | 11.9 | 13.1 | 14.9 | 16.4 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 49.1 | 37.3 | 45.1 | 40.4 | 46.0 |
| 净负债比率(%) | -21.8 | -34.2 | -24.8 | -20.6 | -18.9 |
| 流动比率 | 1.3 | 1.7 | 1.4 | 1.5 | 1.4 |
| 速动比率 | 0.8 | 1.7 | 1.4 | 1.5 | 1.3 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.9 | 0.8 | 0.9 | 0.9 | 1.0 |
| 应收账款周转率 | 3.7 | 3.0 | 2.8 | 2.7 | 2.6 |
| 应付账款周转率 | 15.3 | 9.1 | 9.1 | 9.1 | 9.1 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.64 | 0.69 | 0.89 | 1.13 | 1.42 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.93 | 0.39 | 1.08 | 1.22 | 1.50 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 2.99 | 5.87 | 6.75 | 7.71 | 8.98 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 36.1 | 33.4 | 26.2 | 20.6 | 16.3 |
| P/B | 7.8 | 4.0 | 3.4 | 3.0 | 2.6 |
| EV/EBITDA | 25.9 | 20.2 | 14.7 | 11.4 | 9.4 |

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|------|----|------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在15%以上 |
| | | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间 |
| | | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间 |
| | 行业评级 | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在5%以上 |
| | | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在10%以上 |
| | | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在10%以上 |

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com