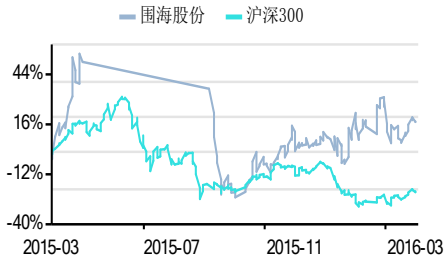
股票报告网整理http://www.nxny.com

围海股份（002586.SZ）年报点评

业绩低点已过，环保、PPP、文化产业布局值得期待

公司评级	买入
当前价格	9.70 元
报告日期	2016-03-30

相对市场表现



分析师： 唐 笑 S0260512030009
010-59136616
tangxiao@gf.com.cn

相关研究：

联系人： 岳恒宇 010-59136612
yuehengyu@gf.com.cn

核心观点：

- **高毛利率 BT 项目转结收入减少导致净利率大幅下滑**

2015 年收入同比增速有所放缓，毛利率增速明显低于收入增速，这主要是公司高毛利率的 BT 项目转结收入减少所致，属于偶然事件，预计今年将有明显修正。

- **新签订单创历史新高，现金流大幅改善**

公司新签订单创历史新高，且高毛率 BT 项目结转收入增加，今年收入应能持续增长。付现比下滑幅度大于收现比，导致经营性现金流大幅好转。

- **控股股东主动调高增发价和认购比例，彰显对公司强烈信心**

公司发布了定增方案二次修订稿，控股股东主动调高增发价和认购比例，彰显对公司强烈信心。

- **跨界布局环保、PPP、文化产业，不断开拓新业务**

九水生态是公司在环保领域的重要布局。同时近年公司积极探索 PPP 模式，目前已有两个项目落地。控股股东围海控股参股的乐卓网络是手机游戏开发商和运营商，未来不排除注入上市公司的可能。

- **投资建议**

公司去年新签订单创新高，再加上高毛率 BT 项目结转收入增加，今年收入应该能持续增长。公司 2015 年业绩符合预期，目前低点已过，预计今年利润会有大幅修正。近年公司业务领域不断延伸，跨产业布局环保、PPP、文化产业大力推进，有望不断提升公司估值水平。此外，控股股东主动调高增发价和认购比例，彰显对公司强烈信心，我们看好公司未来发展，给予“买入”评级，2016-2018EPS 为 0.22、0.28、0.35 元。

- **风险提示**

业绩不达预期；回款进度低于预期。

盈利预测：

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	1,832.72	1,896.87	2,726.49	3,680.77	4,600.96
增长率(%)	13.09%	3.50%	43.74%	35.00%	25.00%
EBITDA(百万元)	217.66	173.83	323.93	381.12	458.52
净利润(百万元)	102.02	63.28	161.78	203.39	256.83
增长率(%)	5.84%	-37.98%	155.67%	25.72%	26.28%
EPS（元/股）	0.280	0.087	0.222	0.279	0.353
市盈率（P/E）	43.18	102.18	43.66	34.73	27.50
市净率（P/B）	2.89	4.17	4.12	3.68	3.25
EV/EBITDA	20.56	42.01	23.29	19.45	15.33

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

股票报告网整理http://www.nxny.com

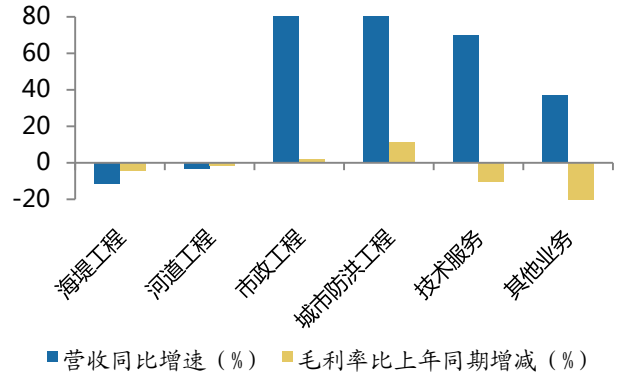
近日公司公布2015年年报：报告期内，公司实现营业收入18.97亿元，同比增长3.5%；实现归母净利润6327.66万元，同比下降37.98%；利润分配预案为每10股派现0.5元。点评如下：

1、高毛利率 BT 项目转结收入减少导致净利率大幅下滑

2015年公司收入同比增速为3.5%，较上年同期的13%有所放缓；而且毛利增速为-10.25%，明显低于收入增速，公司毛利率较2014年下降2.38个百分点，尤其传统业务海堤工程的收入增速与毛利率出现双降，这主要是公司高毛利率的BT项目转结收入减少所致，属于偶然事件，预计今年将有明显修正。

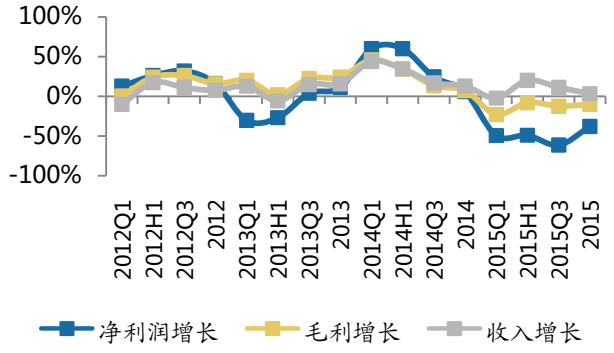
由于结转收入减少，期间费用占收入比例上升，导致净利润增速为-37.9%，大幅低于毛利增速。公司净利率由2014年的5.57%下降至2015年的3.35%。

图1：2015年分业务收入增速与毛利率增减



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图2：净利润增速为-38%，大幅低于毛利、收入增速

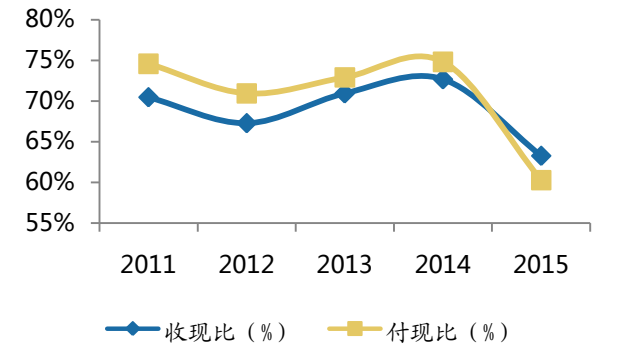


数据来源：wind、广发证券发展研究中心

2、新签订单创历史新高，现金流大幅改善

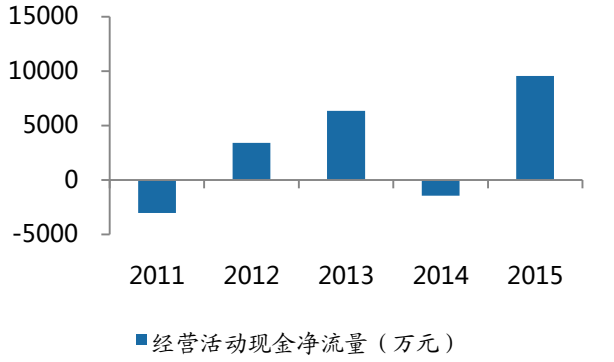
2015年公司新签订单创历史新高，仅公告新签合同额就超过40亿元，是同期收入的2.1倍。再加上高毛率BT项目结转收入增加，公司今年收入应该能持续增长。公司付现比下滑幅度大于收现比，导致公司经营性现金流大幅好转。

图3：公司收付现比



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图4：公司经营性现金流净额



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

股票报告网整理http://www.nxny.com

3、控股股东主动调高增发价和认购比例，彰显对公司强烈信心

公司于2015年9月份发布定增预案，计划以不低于9.49元每股的价格发行2.63亿股，募集资金不超过25亿元，且控股股东围海控股承诺认购比例不低于40%。之后公司于2015年10月第一次修改增发方案，将增发价格和增发股数改为6.19元每股以及4.04亿股，募资金额仍为25亿元。

公司在2016年1月发布定增方案二次修订稿，将发行价主动从6.19元每股提高到7.92元每股，围海控股的认购比例从不低于40%提高到60%。控股股东主动调高增发价和认购比例，彰显对公司强烈信心。而且公司董事长女婿李澄澄认购2.65亿元，除控股股东外其他认购者锁定期从1年变为3年，募集总额25亿元不变。

4、跨界布局环保、PPP、文化产业，不断开拓新业务

由于自身业务技术特点，公司很早就探索环境治理领域，在土壤治理方面拥有淤泥固化及盐碱地治理等环保方面多项技术。九水生态（2015年10月新设的孙公司）是公司在环保领域的重要布局。九水生态引进清华大学核心技术及其团队，核心技术是PVDF膜技术以及超滤膜技术，已服务市政给水和污水处理及回用、工业给水和废水处理与回用、饮用水净化、水景观规划等多个领域。目前九水生态还将配合公司PPP项目，协助后期运维管理。近年公司积极探索PPP模式，目前已有两个项目落地。

表 1：公司 PPP 项目落地

时间	项目名称	合同金额	具体内容
2015 年 4 月 29 日	天台县苍山产业集聚区一期开发 PPP 项目	4.72 亿元	参与园区招商引资、物业管理，负责区块范围内的土地平整（含项目投融资、土石方、给排水、市政及公共配套等工程的施工、施工期管理及质量保修期保修责任）
2016 年 1 月 14 日	台州湾现代农业水生态工程 PPP 项目	4.36 亿元	包括再生水生态处理系统、循环水生态处理系统、地基处理、再生水进水管道、循环水进水管道及出水涵渠、水闸、泵站等工程。

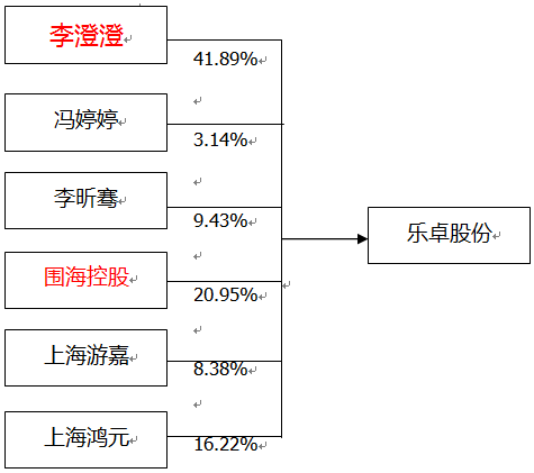
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

乐卓网络是由公司控股股东围海控股参股的手机游戏开发商和运营商，未来不排除注入上市公司的可能，其产品有《我去西游》、《女神的勇士》、《我是高手》等游戏。此次增发认购对象之一李澄澄（公司董事长女婿）是乐卓网络的创始人、实际控制人。

图5：乐卓网络股权结构图

图6：乐卓网络

股票报告网整理http://www.nxny.com



数据来源：乐卓网新三板挂牌资料、广发证券发展研究中心

数据来源：官网、广发证券发展研究中心

5、投资建议

公司去年新签订单创新高，再加上高毛率BT项目结转收入增加，今年收入应该能持续增长。公司2015年业绩符合预期，目前低点已过，预计今年利润会有大幅修正。近年公司业务领域不断延伸，跨产业布局环保、PPP、文化产业大力推进，有望不断提升公司估值水平。此外，控股股东主动调高增发价和认购比例，彰显对公司强烈信心，我们看好公司未来发展，给予“买入”评级，2016-2018EPS为0.22、0.28、0.35元。

6、风险提示

业绩不达预期；回款进度低于预期。

附录：

表 2：公司 BT 项目情况

公告日期	工期名称	中标金额	工期	回款方式	结束日期
2011.11.27	舟山市定海区金塘北部区域开发建设项目围涂工程施工Ⅲ标段	5.23 亿	4 年	三期，工程结束 30 日 1/3，第一期付款一年后 10 日内 1/3，第一期付款二年后 10 日内 1/3，	2015.11.27
2013.8.24	毛屿港综合治理工程 BT	3.77 亿	3 年	三期，建设期内每月支付完成工程量造价的 40%，剩余 60%待回购期支付，项目完工 1 年、2 年、3 年后十日内 20%、20%、20%）	2016.8.24
2011.11.27	舟山市定海区金塘北部区域开发建设项目围涂工程施工Ⅲ标段	5.23 亿	4 年	三期，工程结束 30 日 1/3，第一期付款一年后 10 日内 1/3，第一期付款二年后 10 日内 1/3，	2015.11.27
2013.8.24	毛屿港综合治理工程 BT	3.77 亿	3 年	三期，建设期内每月支付完成工程	2016.8.24

股票报告网整理http://www.nxny.com

				量造价的 40%，剩余 60%待回购期支付，项目完工 1 年、2 年、3 年后十日内 20%、20%、20%）	
2012.1.17	舟山市六横小郭巨二期围垦工程	4.21 亿	4 年	三期，工程结束 30 日，建安造价 1/3，第一期付款一年后 1/3，第一期付款二年后 1/3，	2016.1.17
2014.8.20	苍南县龙港新城产业集聚区市政配套工程 BT 项目	3.5 亿	3 年	7 期回购，回购金额，418,536 万	2016.2.20
2014.8.23	温州 空港新区天城围垦标准厂房（标准厂房二期）工程项目 BT 模式建设合同》	3.21 亿	20 个月	三期	2016.04.20
2014.12.19	宁海县 三山涂促淤试验堤项目	3.73 亿	4 年	BT,四期，完工验收满 1 年、2 年、3 年、4 年后半个月内支付	2018.12.19
2011.11.27	舟山市定海区金塘北部区域开发建设项目围涂工程施工Ⅲ标段	5.23 亿	4 年	BT,三期，工程结束 30 日 1/3，第一期付款一年后 10 日内 1/3，第一期付款二年后 10 日内 1/3，	2015.11.27
2013.8.24	毛屿港综合治理工程 BT	3.77 亿	3 年	BT 支付，三期，建设期内每月支付完成工程量造价的 40%，剩余 60%待回购期支付，项目完工 1 年、2 年、3 年后十日内 20%、20%、20%）	2016.8.24
2012.1.17	舟山市六横小郭巨二期围垦工程	4.21 亿	4 年	BT,三期，工程结束 30 日，建安造价 1/3，第一期付款一年后 1/3，第一期付款二年后 1/3，	2016.1.17
2014.8.23	苍南县龙港新城产业集聚区市政配套工程 BT 项目	3.5 亿	3 年	BT,7 期回购，回购金额，418,536 万	2016.2.20
2014.8.20	温州 空港新区天城围垦标准厂房（标准厂房二期）工程项目 BT 模式建设合同》	3.21 亿	20 个月	BT,三期，	2016.04.20
2013.1.9	奉化市象山港避风锚地建设项目及配套工程（BT）项目	8.08 亿	4 年	BT，四期，15%、25%、30%、30%	2017.1.8
2015.4.29	宁波杭州湾新区建塘江两侧围涂建设移交工程	28.60 亿	6.5 年	BT,五期，完工验收满 1 年、2 年、3 年、4 年后半个月内支付	2021.10.29

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

股票报告网整理http://www.nxny.com

资产负债表

单位：百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	1872	2356	2461	2901	3250
货币资金	733	778	818	736	834
应收及预付	1121	1412	1582	2089	2322
存货	18	42	61	75	94
其他流动资产	1	124	0	0	0
非流动资产	1546	2101	2044	2023	2003
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	213	209	184	161	140
在建工程	9	12	14	16	18
无形资产	38	37	23	23	23
其他长期资产	1286	1843	1823	1823	1823
资产总计	3418	4456	4505	4923	5254
流动负债	1490	2053	1895	2107	2177
短期借款	408	864	498	286	0
应付及预收	977	1175	1397	1821	2177
其他流动负债	104	15	0	0	0
非流动负债	314	759	801	801	801
长期借款	6	451	501	501	501
应付债券	297	299	299	299	299
其他非流动负债	11	8	0	0	0
负债合计	1804	2812	2696	2908	2977
股本	364	728	728	728	728
资本公积	784	419	419	419	419
留存收益	377	404	566	769	1026
归属母公司股东权	1525	1551	1713	1917	2173
少数股东权益	58	59	62	65	70
负债和股东权益	3387	4423	4471	4890	5220

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1833	1897	2726	3681	4601
营业成本	1505	1602	2233	3047	3819
营业税金及附加	60	61	87	118	147
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	78	87	109	159	199
财务费用	42	67	67	54	48
资产减值损失	6	3	14	23	31
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	9	12	10	10
营业利润	144	85	228	290	367
营业外收入	7	9	9	8	8
营业外支出	2	2	2	2	2
利润总额	149	92	235	296	373
所得税	39	28	71	89	112
净利润	111	64	164	207	261
少数股东损益	9	1	3	3	4
归属母公司净利润	102	63	162	203	257
EBITDA	218	174	324	381	459
EPS（元）	0.28	0.09	0.22	0.28	0.35

现金流量表

单位：百万元

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	-14	96	400	177	418
净利润	111	64	164	207	261
折旧摊销	27	27	26	24	22
营运资金变动	-203	-52	129	-121	73
其它	50	56	80	67	62
投资活动现金流	-314	-767	29	13	13
资本支出	-18	-17	17	3	3
投资变动	0	-18	12	10	10
其他	-297	-731	0	0	0
筹资活动现金流	590	709	-389	-272	-333
银行借款	1076	1918	-315	-212	-286
债券融资	-965	-1108	-1	0	0
股权融资	580	1	0	0	0
其他	-102	-102	-72	-60	-47
现金净增加额	261	37	40	-82	98
期初现金余额	477	733	778	818	736
期末现金余额	738	770	818	736	834

主要财务比率

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力(%)					
营业收入增长	13.1	3.5	43.7	35.0	25.0
营业利润增长	5.1	-41.0	168.1	26.9	26.8
归属母公司净利润增长	5.8	-38.0	155.7	25.7	26.3
获利能力（%）					
毛利率	17.9	15.5	18.1	17.2	17.0
净利率	6.0	3.4	6.0	5.6	5.7
ROE	6.7	4.1	9.4	10.6	11.8
ROIC	35.7	16.2	48.0	49.0	78.9
偿债能力					
资产负债率(%)	53.3	63.6	60.3	59.5	57.0
净负债比率	-	0.5	0.3	0.2	-
流动比率	1.26	1.15	1.30	1.38	1.49
速动比率	1.17	1.05	1.15	1.21	1.31
营运能力					
总资产周转率	0.61	0.48	0.61	0.78	0.90
应收账款周转率	2.26	2.19	2.81	2.81	3.32
存货周转率	100.73	53.28	36.50	40.56	40.56
每股指标（元）					
每股收益	0.28	0.09	0.22	0.28	0.35
每股经营现金流	-0.04	0.13	0.55	0.24	0.57
每股净资产	4.19	2.13	2.35	2.63	2.99
估值比率					
P/E	43.2	102.2	43.7	34.7	27.5
P/B	2.9	4.2	4.1	3.7	3.2
EV/EBITDA	20.6	42.0	23.3	19.5	15.3

股票报告网整理http://www.nxny.com

广发建筑行业研究小组

唐　笑：首席分析师，北京大学光华管理学院金融硕士，具备多年建筑行业研究经验，2012 年 2 月进入广发证券发展研究中心。2013 年和 2015 年分别荣获新财富最佳分析师建筑与工程行业第三名、第二名。

岳恒宇：研究助理，CPA 非执业会员，对外经济贸易大学会计硕士，2015 年加入广发证券发展研究中心，2015 年新财富最佳分析师建筑与工程行业第二名团队成员。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 17 楼	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号震旦大厦 18 楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。