

高新发展 (000628)

证券研究报告

2020年03月01日

在手订单饱满，收入、利润持续高增长

公司近期公布2019年年报，报告期内实现营业收入33.11亿元，同比增长247.3%，实现归母净利润1.05亿元，同比增长91.0%，点评如下：

2019年全年订单增长221%，高在手订单收入比支撑未来收入高增

公司作为成都高新区管委会下唯一的国有上市公司，在承接成都天府国际空港新城和天府新区相关项目订单中拥有难以比拟的优势。公司2019年新签订单84.97亿元，增长221%；在手订单114.48亿，增长217.84%，在手订单收入比3.5，对未来收入持续高增长提供了良好的支撑。2016年来成都市围绕新机场周边建设持续高投入，预计公司2020年新签订单增速仍然较快。

收入连续5个季度高速增长，施工业务毛利率有所上升

公司2019年实现收入33.11亿元，同比大幅增长247.3%，已连续5个季度单季增速超过50%。自2019年1月新董事长正式到位后，公司做大做强的发展思路逐渐明晰，施工主业持续快速增长。公司2019年毛利率为10.33%，同比大幅下降6.55个百分点，主要是低毛利率施工业务大幅增长，而高毛利率的期货、房地产出租业务非公司核心主业，基本没有增长。单看施工业务毛利率6.92%，较同期增加0.3个百分点。公司目前承接的订单毛利率较高，预计施工毛利率仍能提升，但总体毛利率可能还会小幅下降。

费用率下降规模效应显著，预计定增进度会持续加快推进

公司期间费用较为刚性，在收入快速上升的同时期间费用率为5.88%，较2018年大幅下降6.65个百分点，规模效应显著。其中销售费用率3.44%，下降7.98个百分点；管理费用率2.53%，下降3.02个百分点；财务费用率由于施工业务大幅增长营运资金投入较多，利息收入较18年大幅下降。公司2018年有3379万的资产减值损失转回，但2019年基本没有。综合起来，公司2019年实现归母净利润1.05亿元，同比增长91.0%。

公司2019年收现比0.5648，同比下降12.26个百分点；付现比0.5034，同比上升9.69个百分点。由于公司PPP订单多、收入增速快，致使营运资金投入较多，经营现金流和投资性现金流持续大幅流出，公司资产负债率也从2018年底的75.24%提升至81.21%。为了解决资金问题，公司去年提出了8亿增发预案，若顺利实施，资产负债率有望降至71.5%，公司收入能够维持快速增长。不久前定增新规出台，机构投资者对定增企业热情增加，我们预计公司未来有望加快定增的进度。

投资建议

受益于成都高新区持续大投入，公司收入、利润持续快速增长。成都高新区持续做大做强公司的思路下，后续定增事项有望加快推进。我们更新公司2020-2022年EPS为0.66、0.96、1.21元/股（原2021-2022年EPS为0.72、1.16元/股），对应PE为14、9、7倍，维持“买入”评级，维持13.5元目标价不变。

风险提示：疫情致项目进程推进不及预期、增发进度不及预期

| 财务数据和估值 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|--------|----------|----------|----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 953.24 | 3,310.87 | 5,795.97 | 8,037.38 | 10,385.09 |
| 增长率(%) | 66.47 | 247.33 | 75.06 | 38.67 | 29.21 |
| EBITDA(百万元) | 48.43 | 165.09 | 292.88 | 431.14 | 538.97 |
| 净利润(百万元) | 54.74 | 104.56 | 204.58 | 300.52 | 376.28 |
| 增长率(%) | 124.39 | 91.00 | 95.66 | 46.89 | 25.21 |
| EPS(元/股) | 0.18 | 0.34 | 0.66 | 0.96 | 1.21 |
| 市盈率(P/E) | 51.49 | 26.96 | 13.78 | 9.38 | 7.49 |
| 市净率(P/B) | 3.47 | 2.78 | 2.40 | 1.91 | 1.52 |
| 市销率(P/S) | 2.96 | 0.85 | 0.49 | 0.35 | 0.27 |
| EV/EBITDA | 38.83 | 13.13 | 8.01 | 5.86 | 4.48 |

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

| | |
|-------|-----------|
| 行业 | 建筑装饰/房屋建设 |
| 6个月评级 | 买入（维持评级） |
| 当前价格 | 9.05元 |
| 目标价格 | 13.5元 |

基本数据

| | |
|-------------|------------|
| A股总股本(百万股) | 311.48 |
| 流通A股股本(百万股) | 187.98 |
| A股总市值(百万元) | 2,818.89 |
| 流通A股市值(百万元) | 1,701.22 |
| 每股净资产(元) | 3.25 |
| 资产负债率(%) | 81.21 |
| 一年内最高/最低(元) | 12.72/8.00 |

作者

唐笑 分析师
SAC执业证书编号：S1110517030004
tangx@tfzq.com

岳恒宇 分析师
SAC执业证书编号：S1110517040005
yuehengyu@tfzq.com

肖文劲 分析师
SAC执业证书编号：S1110519040001
xiaowenjin@tfzq.com

陈天诚 分析师
SAC执业证书编号：S1110517110001
chentiancheng@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《高新发展-季报点评:新签订单保持营收增长，规模效应提升业绩质量》2019-10-29
- 《高新发展-半年报点评:紧握空港新城建设巨大机遇，上半年业绩快速增长》2019-08-13
- 《高新发展-年报点评报告:收入、利润快速增长，规模效应开始显现》2019-03-22

图 1：公司新签订单



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 2：公司已签约未完工订单



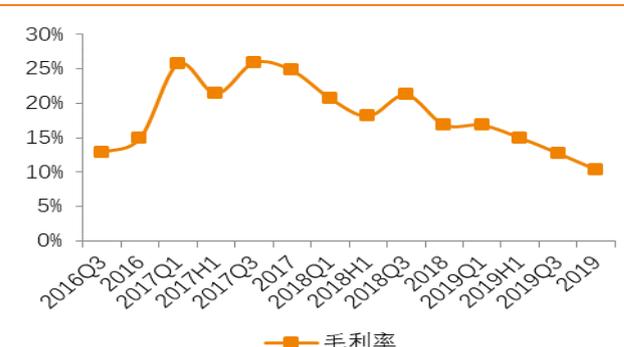
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 3：公司收入情况



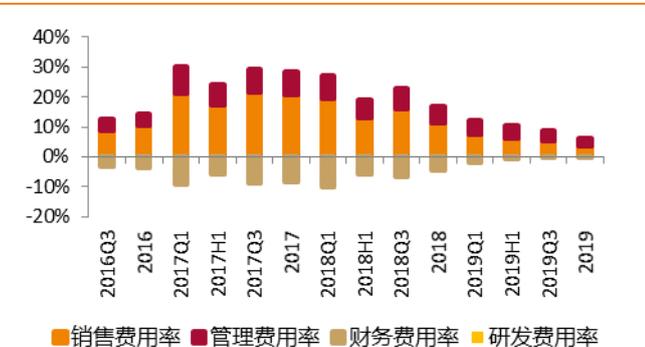
资料来源：wind、天风证券研究所

图 4：公司毛利率情况



资料来源：wind、天风证券研究所

图 5：公司期间费用率



资料来源：wind、天风证券研究所

图 6：资产负债率



资料来源：wind、天风证券研究所

图 7：收现比、付现比



资料来源：wind、天风证券研究所

图 8：经营活动和投资活动净现金流（百万元）



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) | | | | | | 利润表(百万元) | | | | | |
|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 货币资金 | 1,393.92 | 1,071.86 | 869.40 | 803.74 | 1,038.51 | 营业收入 | 953.24 | 3,310.87 | 5,795.97 | 8,037.38 | 10,385.09 |
| 应收票据及应收账款 | 513.09 | 1,463.48 | 2,400.50 | 3,404.28 | 4,096.07 | 营业成本 | 792.38 | 2,968.98 | 5,271.24 | 7,335.90 | 9,505.18 |
| 预付账款 | 6.84 | 9.20 | 55.22 | 50.74 | 107.68 | 营业税金及附加 | 10.19 | 14.71 | 17.39 | 24.11 | 28.04 |
| 存货 | 512.56 | 1,393.98 | 1,534.49 | 2,948.56 | 3,124.20 | 营业费用 | 108.84 | 114.03 | 127.51 | 136.64 | 166.16 |
| 其他 | 754.97 | 1,487.50 | 3,223.51 | 3,409.75 | 4,923.66 | 管理费用 | 52.94 | 83.75 | 115.92 | 128.60 | 155.78 |
| 流动资产合计 | 3,181.39 | 5,426.02 | 8,083.11 | 10,617.06 | 13,290.12 | 研发费用 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 72.44 | 72.44 | 72.44 | 72.44 | 财务费用 | (42.34) | (3.26) | 20.95 | 34.22 | 43.66 |
| 固定资产 | 126.81 | 99.16 | 93.20 | 87.44 | 81.80 | 资产减值损失 | (33.79) | (0.05) | (10.00) | 20.00 | 45.00 |
| 在建工程 | 0.00 | 0.00 | 0.60 | 0.96 | 1.18 | 公允价值变动收益 | 0.00 | 5.56 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 无形资产 | 48.22 | 52.08 | 49.47 | 46.87 | 44.26 | 投资净收益 | 3.03 | 7.83 | 10.00 | 30.00 | 45.00 |
| 其他 | 166.30 | 231.80 | 201.11 | 166.58 | 173.18 | 其他 | (10.14) | (23.77) | (20.00) | (60.00) | (90.00) |
| 非流动资产合计 | 341.32 | 455.48 | 416.82 | 374.29 | 372.86 | 营业利润 | 72.14 | 143.09 | 262.96 | 387.91 | 486.27 |
| 资产总计 | 3,522.71 | 5,881.50 | 8,499.93 | 10,991.35 | 13,662.98 | 营业外收入 | 12.06 | 4.48 | 15.00 | 20.00 | 18.00 |
| 短期借款 | 100.00 | 320.00 | 461.72 | 522.07 | 615.44 | 营业外支出 | (4.28) | 2.21 | 0.20 | (0.10) | (2.50) |
| 应付票据及应付账款 | 714.59 | 1,711.97 | 2,095.04 | 4,018.21 | 3,902.78 | 利润总额 | 88.48 | 145.36 | 277.76 | 408.01 | 506.77 |
| 其他 | 1,636.95 | 2,480.76 | 4,323.78 | 4,508.43 | 6,788.92 | 所得税 | 8.06 | 38.89 | 69.44 | 102.00 | 126.69 |
| 流动负债合计 | 2,451.54 | 4,512.72 | 6,880.53 | 9,048.70 | 11,307.14 | 净利润 | 80.41 | 106.47 | 208.32 | 306.01 | 380.08 |
| 长期借款 | 118.00 | 212.10 | 265.33 | 282.75 | 315.89 | 少数股东损益 | 25.67 | 1.91 | 3.74 | 5.49 | 3.80 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 归属于母公司净利润 | 54.74 | 104.56 | 204.58 | 300.52 | 376.28 |
| 其他 | 81.00 | 51.46 | 81.45 | 81.27 | 81.24 | 每股收益(元) | 0.18 | 0.34 | 0.66 | 0.96 | 1.21 |
| 非流动负债合计 | 199.00 | 263.56 | 346.78 | 364.01 | 397.13 | | | | | | |
| 负债合计 | 2,650.54 | 4,776.28 | 7,227.31 | 9,412.72 | 11,704.27 | | | | | | |
| 少数股东权益 | 59.44 | 92.78 | 96.52 | 102.01 | 105.81 | 主要财务比率 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 股本 | 311.48 | 311.48 | 311.48 | 311.48 | 311.48 | 成长能力 | | | | | |
| 资本公积 | 728.72 | 728.52 | 728.52 | 728.52 | 728.52 | 营业收入 | 66.47% | 247.33% | 75.06% | 38.67% | 29.21% |
| 留存收益 | 496.21 | 660.04 | 864.62 | 1,165.14 | 1,541.41 | 营业利润 | 107.49% | 98.36% | 83.77% | 47.52% | 25.35% |
| 其他 | (723.68) | (687.61) | (728.52) | (728.52) | (728.52) | 归属于母公司净利润 | 124.39% | 91.00% | 95.66% | 46.89% | 25.21% |
| 股东权益合计 | 872.17 | 1,105.22 | 1,272.62 | 1,578.63 | 1,958.71 | 获利能力 | | | | | |
| 负债和股东权益总 | 3,522.71 | 5,881.50 | 8,499.93 | 10,991.35 | 13,662.98 | 毛利率 | 16.88% | 10.33% | 9.05% | 8.73% | 8.47% |
| | | | | | | 净利率 | 5.74% | 3.16% | 3.53% | 3.74% | 3.62% |
| | | | | | | ROE | 6.74% | 10.33% | 17.40% | 20.35% | 20.31% |
| | | | | | | ROIC | -4.31% | -26.87% | 199.90% | 45.10% | 33.51% |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率 | 75.24% | 81.21% | 85.03% | 85.64% | 85.66% |
| | | | | | | 净负债率 | -124.64% | -34.91% | 0.91% | 9.82% | 2.39% |
| | | | | | | 流动比率 | 1.30 | 1.20 | 1.17 | 1.17 | 1.18 |
| | | | | | | 速动比率 | 1.09 | 0.89 | 0.95 | 0.85 | 0.90 |
| | | | | | | 营运能力 | | | | | |
| | | | | | | 应收账款周转率 | 2.12 | 3.35 | 3.00 | 2.77 | 2.77 |
| | | | | | | 存货周转率 | 2.10 | 3.47 | 3.96 | 3.59 | 3.42 |
| | | | | | | 总资产周转率 | 0.29 | 0.70 | 0.81 | 0.82 | 0.84 |
| | | | | | | 每股指标(元) | | | | | |
| | | | | | | 每股收益 | 0.18 | 0.34 | 0.66 | 0.96 | 1.21 |
| | | | | | | 每股经营现金流 | -0.50 | -0.78 | -1.11 | -0.44 | 0.35 |
| | | | | | | 每股净资产 | 2.61 | 3.25 | 3.78 | 4.74 | 5.95 |
| | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | 市盈率 | 51.49 | 26.96 | 13.78 | 9.38 | 7.49 |
| | | | | | | 市净率 | 3.47 | 2.78 | 2.40 | 1.91 | 1.52 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 38.83 | 13.13 | 8.01 | 5.86 | 4.48 |
| | | | | | | EV/EBIT | 73.09 | 15.18 | 8.26 | 5.99 | 4.56 |

| 现金流量表(百万元) | | | | | |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|---------------|
| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 净利润 | 80.41 | 106.47 | 204.58 | 300.52 | 376.28 |
| 折旧摊销 | 25.20 | 27.98 | 8.97 | 9.00 | 9.04 |
| 财务费用 | 9.67 | 33.06 | 20.95 | 34.22 | 43.66 |
| 投资损失 | (3.03) | (7.83) | (10.00) | (30.00) | (45.00) |
| 营运资金变动 | (181.61) | (259.46) | (572.78) | (457.43) | (279.86) |
| 其它 | (84.90) | (143.56) | 3.74 | 5.49 | 3.80 |
| 经营活动现金流 | (154.27) | (243.35) | (344.54) | (138.20) | 107.92 |
| 资本支出 | 1.46 | 100.43 | (28.99) | 1.18 | 1.03 |
| 长期投资 | 0.00 | 72.44 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 38.81 | (624.65) | 37.99 | 27.82 | 42.97 |
| 投资活动现金流 | 40.27 | (451.78) | 9.00 | 29.00 | 44.00 |
| 债权融资 | 306.80 | 686.00 | 880.95 | 958.72 | 1,085.23 |
| 股权融资 | 47.78 | 39.51 | (61.29) | (33.65) | (43.08) |
| 其他 | (145.34) | (307.21) | (686.58) | (881.53) | (959.30) |
| 筹资活动现金流 | 209.24 | 418.30 | 133.08 | 43.54 | 82.85 |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | 95.24 | (276.83) | (202.46) | (65.66) | 234.77 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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 | 武汉 | 上海 | 深圳 |
|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 | 湖北武汉市武昌区中南路 99 | 上海市浦东新区兰花路 333 | 深圳市福田区益田路 5033 号 |
| 邮编：100031 | 号保利广场 A 座 37 楼 | 号 333 世纪大厦 20 楼 | 平安金融中心 71 楼 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 邮编：430071 | 邮编：201204 | 邮编：518000 |
| | 电话：(8627)-87618889 | 电话：(8621)-68815388 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 传真：(8627)-87618863 | 传真：(8621)-68812910 | 传真：(86755)-82571995 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |