

建筑装饰

2014年10月24日

精工钢构 (600496)

——订单、毛利率、现金流都明显改善

报告原因：有业绩公布需要点评

增持

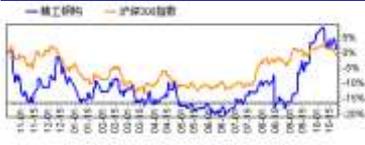
维持

市场数据:	2014年10月23日
收盘价(元)	8.92
一年内最高/最低(元)	9.88/6.3
上证指数/深证成指	2302/7969
市净率	2.1
息率(分红/股价)	0.56
流通A股市值(百万元)	5232

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2014年09月30日
每股净资产(元)	4.21
资产负债率%	71.30
总股本/流通A股(百万)	587/587
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

《精工钢构(600496)——光伏业务加速发展序幕拉开》 2014/10/14

《精工钢构(600496)——绿色集成建筑项目获资源节约和环境保护中央预算内补贴》 2014/09/24

证券分析师

陆玲玲 A0230513040001
lull@swsresearch.com

联系人

邹立
(8621)23297818x7201
zouli@swsresearch.com地址：上海市南京东路99号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司<http://www.swsresearch.com>

盈利预测:

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	7,520	23	237	13	0.40	15.3	10.3	22	11
14Q1~3	4,690	-8	213	31	0.36	16.3	8.6		
2014E	8,330	11	298	26	0.40	15.3	8.3	22	14
2015E	11,473	38	443	49	0.59	15.4	11.0	15	11
2016E	15,015	31	622	40	0.83	15.5	13.3	11	8

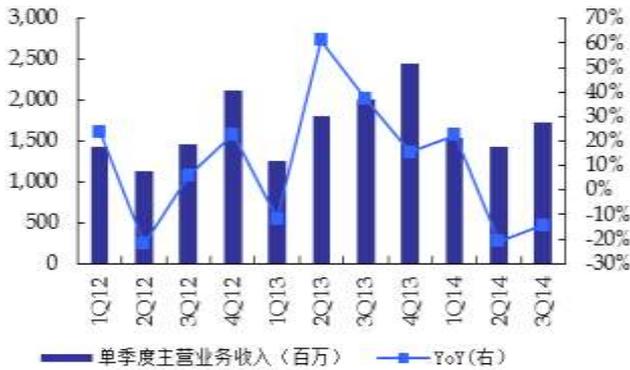
注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE；

投资要点:

- **业绩增长 31.1%，超我们前瞻报告中的预期。**1~9 月公司累计实现营收 46.9 亿元，同比下滑 7.6%，实现净利润 2.1 亿元，同比增长 31.1%，符合公司业绩预告，超我们前瞻中 16%的业绩增速预期。单季收入 17.2 亿，同比下滑 14.4%，单季净利润 0.97 亿，同比增长 68%。
- **毛利率大幅提升是利润增长快于收入增长的主要原因。**前三季度毛利率同比提升 2.5 个百分点至 16.26%，因财务费用影响，净利率同比提升 1.3 个百分点。三季度单季毛利率提升 6 个百分点至 17.9%，环比提升 2.2 个百分点，因收入下滑致费用率提升，净利率提升 2.8 个百分点。
- **3Q14 净经营性现金流和收现比同比大幅改善。**公司单季实现经营性净现金流入 6100 万元，较去年同期的-1.6 亿元显著改善。3Q14 公司收现比为 95.6%，同比上升 37.7 个百分点。
- **前三季度公司累计新接业务同比增长 25.4%，单季度增长 72%，其中公共建筑板块订单同比增长 89%。**前三季度公司累计新接业务 80.3 亿元，其中三季度单季新接 29 亿元，同比增长 72%，订单加速明显。公共建筑板块增速高的原因在于报告期内公司承接了包括温州机场、日照机场、南京南站、乌鲁木齐新客站等在内的多个铁路、机场项目，当前公共建筑占公司国内钢结构订单的 28.1%，较中报上升 6.5 个百分点。鉴于近期国家发改委又密集批复了一批铁路、机场大型基建项目以及公司在相关领域的竞争优势，我们预计公司该领域订单仍有望保持高增长。
- **依托于在钢结构行业积累的客户、技术、产业链完整等优势，公司加速切入光伏和绿色建筑领域。**
- **维持盈利预测，维持“增持”评级。**我们预计公司 14/15/16 年净利润为 2.98/4.43/6.22 亿元，增速为 26%/50%/40%，考虑 14 年完成增发（假设以 8.5 元/股价格发行 1.2 亿股），摊薄后 EPS 为 0.40/0.59/0.83 元，目标价 10.62 元，对应绿色集成建筑市值 6 亿、光伏业务市值 16.42 亿元、传统钢结构业务市值 52.6 亿元，分别对应 15 年 30X、27X 和 15X PE，维持“增持”评级。

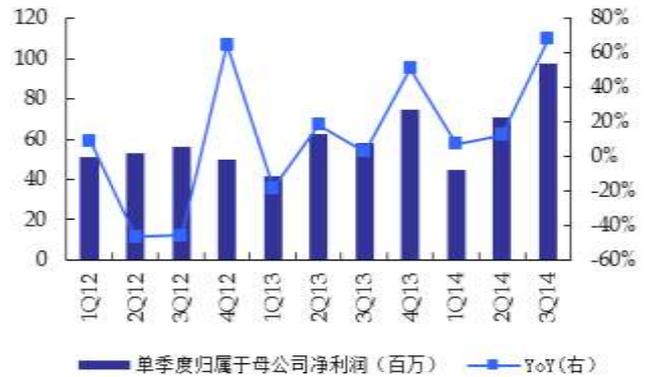
本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报告提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的 1%，还可为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

图 1：单季度收入 17.2 亿，同比下降 14.4%



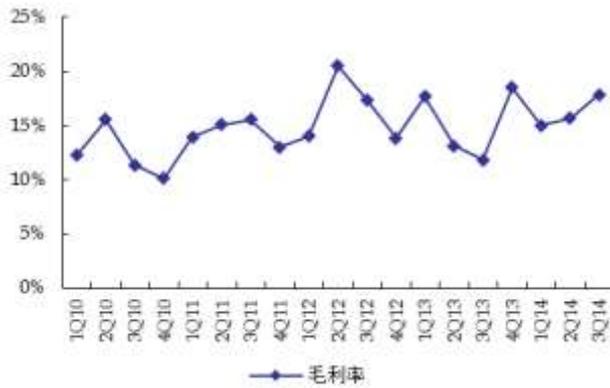
资料来源：wind，申万研究

图 2：单季度净利润 0.97 亿，同比增长 68.3%



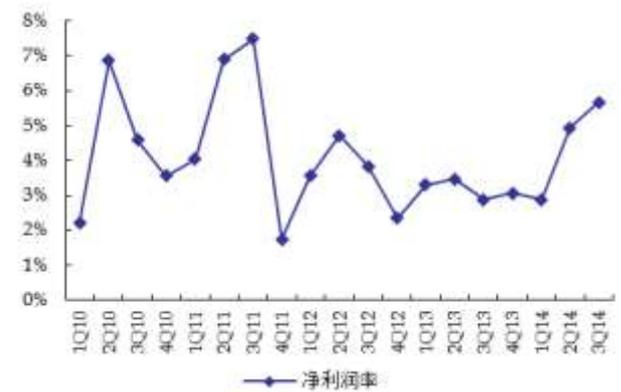
资料来源：wind，申万研究

图 3：单季度毛利率 17.9%，同比上升 6.1 个百分点



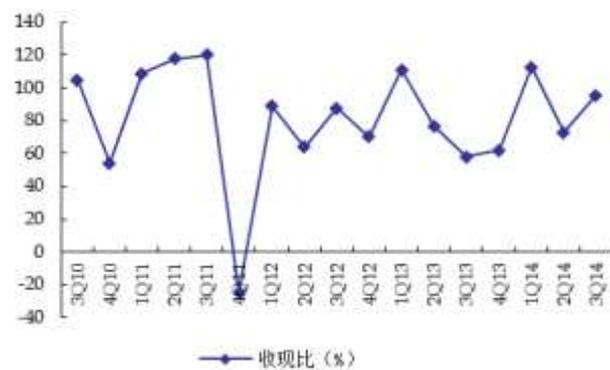
资料来源：wind，申万研究

图 4：单季度净利率 5.7%，同比上升 2.8 个百分点



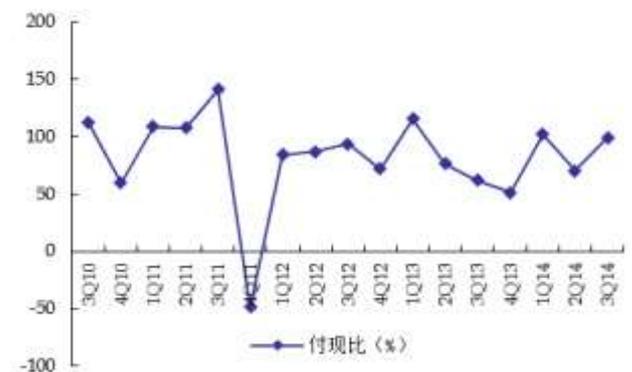
资料来源：wind，申万研究

图 5：单季度收现比 69.2%，同比上升 17.4 个百分点



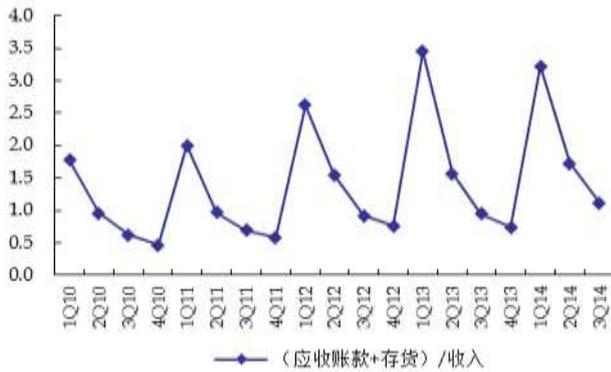
资料来源：wind，申万研究

图 6：单季度付现比 99.1%，同比上升 37.3 个百分点



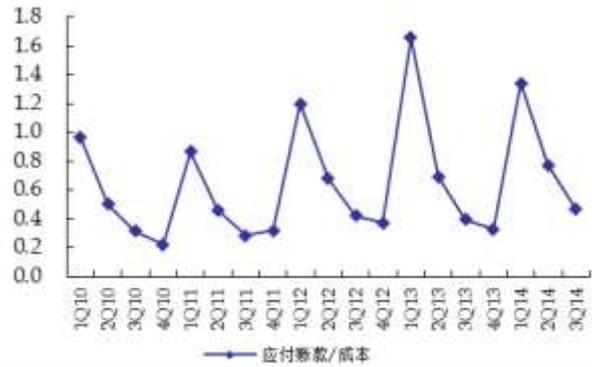
资料来源：wind，申万研究

图 7: (应收账款+存货)/收入 1.12, 同比增长 0.17



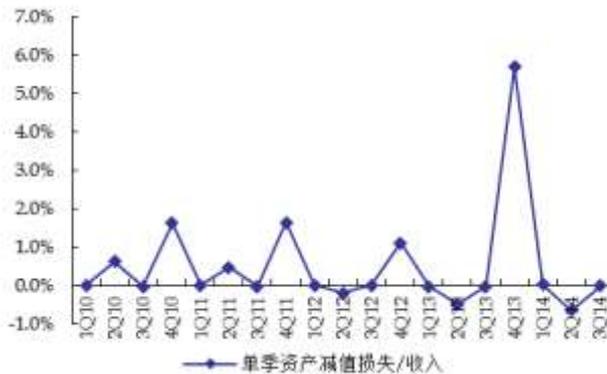
资料来源: wind, 申万研究

图 8: 应付账款/成本 0.46, 同比上升 0.07



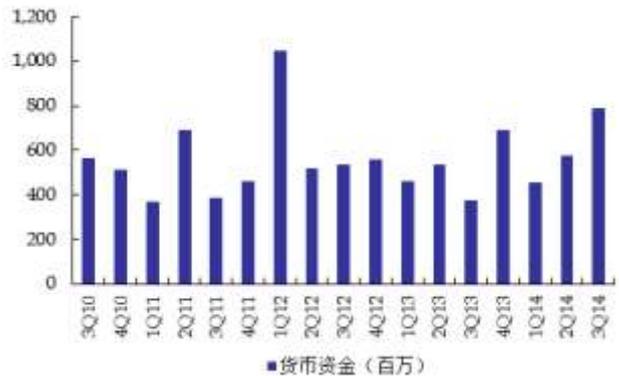
资料来源: wind, 申万研究

图 9: 单季度资产减值损失/收入为 0%, 同比持平



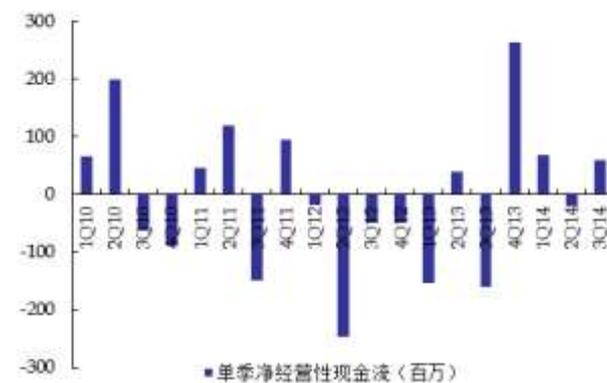
资料来源: wind, 申万研究

图 10: 货币资金 7.9 亿



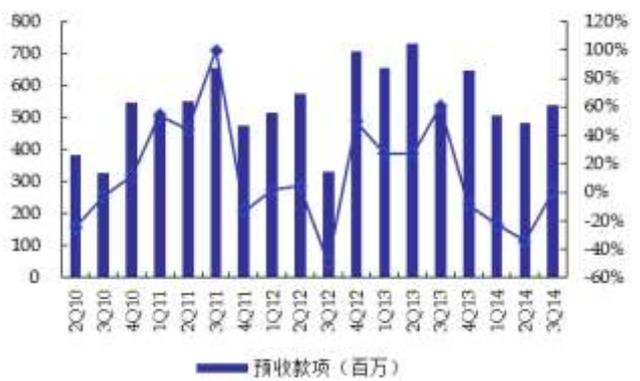
资料来源: wind, 申万研究

图 11: 单季经营性现金净流入 6100 万



资料来源: wind, 申万研究

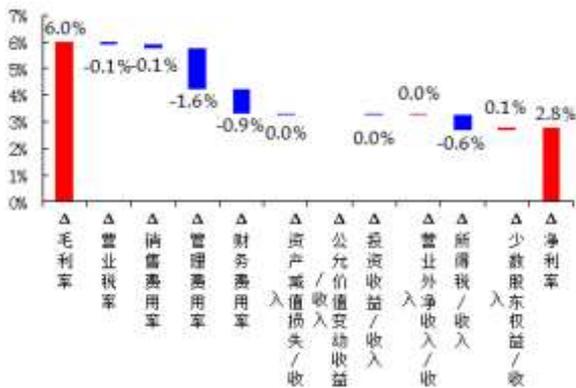
图 12: 预收款 5.4 亿, 同比增加 1%



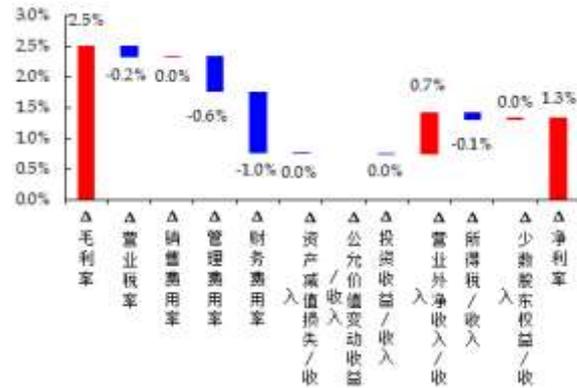
资料来源: wind, 申万研究

图 13: 3Q 单季净利率上升 6.0 个百分点

图 14: 1~9 月净利率上升 1.3 个百分点



资料来源: wind, 申万研究



资料来源: wind, 申万研究

表 1: 3Q13 实现净利率 5.7%，同比上升 2.8 个百分点

单季度, 百万	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14
营业收入	1,426	1,123	1,465	2,117	1,257	1,811	2,010	2,442	1,539	1,432	1,720
同比	23.4%	-21.9%	5.7%	22.6%	-11.8%	61.2%	37.2%	15.3%	22.4%	-20.9%	-14.4%
环比	-17%	-21%	30%	45%	-41%	44%	11%	21%	-37%	-7%	20%
营业成本	1,226	893	1,210	1,824	1,035	1,573	1,772	1,990	1,308	1,207	1,412
同比	23.3%	-26.9%	3.4%	21.4%	-15.6%	76.2%	46.4%	9.1%	26.3%	-23.2%	-20.3%
环比	-18.4%	-27.2%	35.5%	50.8%	-43.3%	52.0%	12.7%	12.3%	-34.3%	-7.7%	17.0%
毛利率	14.0%	20.5%	17.4%	13.9%	17.7%	13.1%	11.8%	18.5%	15.0%	15.7%	17.9%
营业税金及附加	17	20	21	37	19	25	22	43	22	27	21
营业税金率	1.2%	1.8%	1.4%	1.7%	1.5%	1.4%	1.1%	1.8%	1.4%	1.9%	1.2%
销售费用	18	24	24	63	28	29	32	37	28	24	29
销售费用率	1.3%	2.2%	1.6%	3.0%	2.2%	1.6%	1.6%	1.5%	1.8%	1.7%	1.7%
管理费用	77	73	101	90	97	93	85	102	91	91	100
管理费用率	5.4%	6.5%	6.9%	4.3%	7.7%	5.1%	4.2%	4.2%	5.9%	6.4%	5.8%
财务费用	23	33	46	34	30	25	32	44	41	43	43
财务费用率	1.6%	2.9%	3.1%	1.6%	2.4%	1.4%	1.6%	1.8%	2.7%	3.0%	2.5%
资产减值损失	0	-2	0	24	0	-9	-1	139	0	-9	0
资产减值损失/收入	0.0%	-0.2%	0.0%	1.1%	0.0%	-0.5%	0.0%	5.7%	0.0%	-0.6%	0.0%
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	-8	0	0	-1	1	0	1	0	-1	-1
营业利润	64	74	63	45	48	75	68	87	49	48	114
营业利润率	4.5%	6.6%	4.3%	2.1%	3.8%	4.2%	3.4%	3.6%	3.2%	3.3%	6.6%
营业外收入	1	2	4	9	3	3	3	10	2	38	2
营业外支出	0	1	0	3	0	0	1	7	0	2	0
利润总额	65	75	67	51	50	78	70	90	50	84	117
所得税	14	21	8	-2	9	16	11	14	6	14	19
所得税率	21%	28%	13%	-3%	19%	21%	15%	16%	12%	17%	16%
少数股东损益	0	1	2	3	0	-1	1	1	0	-1	0

归属母公司净利润	51	53	56	50	41	63	58	75	44	71	97
同比	9%	-47%	-46%	65%	-18.5%	18.5%	2.9%	51.0%	7.3%	12.6%	68.3%
环比	69%	4%	6%	-12%	-17%	52%	-8%	29%	-41%	59%	38%
净利润率	3.6%	4.7%	3.8%	2.3%	3.3%	3.5%	2.9%	3.1%	2.9%	4.9%	5.7%

资料来源：申万研究

表 2：预计公司 14\15\16 年 EPS 分别为 0.40\0.59\0.83 元

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	5,706	6,131	7,520	8,330	11,473	15,015
二、营业总成本	5,397	5,878	7,242	8,007	10,971	14,302
其中：营业成本	4,889	5,152	6,370	7,054	9,701	12,685
营业税金及附加	80	95	110	120	155	203
销售费用	82	130	126	142	218	285
管理费用	256	342	377	417	585	766
财务费用	56	137	130	170	152	167
资产减值损失	35	21	129	104	160	196
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	3	(8)	1	0	0	0
三、营业利润	312	246	279	323	501	713
加：营业外收入	13	16	19	16	17	17
减：营业外支出	3	5	8	5	6	7
四、利润总额	322	257	289	334	512	724
减：所得税	41	42	51	59	91	128
五、净利润	280	216	238	275	421	596
少数股东损益	0	6	1	1	2	2
归属于母公司所有者的净利润	280	210	237	298	445	622
六、基本每股收益	0.48	0.36	0.40	0.50	0.74	1.04
全面摊薄每股收益	0.48	0.36	0.40	0.40	0.59	0.83

资料来源：申万研究；注：考虑按发行 1.2 亿股

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

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，资格证书编号为：ZX0065。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。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。