证券研究报告—动态报告

建筑工程

钢结构

精工钢构(600496)

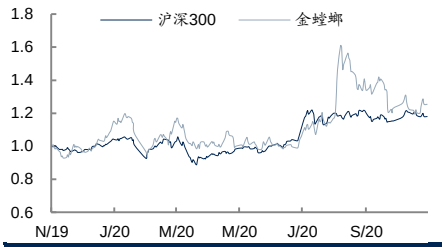
增持

2020 年三季报点评

（维持评级）

2020 年 11 月 02 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	1810/1510
总市值/流通(百万元)	10465/7860
上证综指/深圳成指	3217/13301
12 个月最高/最低(元)	7.411/2.57

相关研究报告:

《国信证券-精工钢构（600496）-2019 年年报点评：业绩高增长，业务结构优化》——2020-04-29

证券分析师：周松
电话： 021-60875163
E-MAIL： zhousong@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：
S0980518030001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

财报点评

盈利能力持续提升，业绩高增长

- **业绩高增长，业务转型加速升级**

2020 年前三季度年公司实现营业收入 77.60 亿，同比增长 6.21%；收入持续回暖，实现归母净利润 4.89 亿，同比增长 58.82%，扣非归母净利润 4.45 亿元，同比增长 62.51%，业绩持续高增长。2020 年前三季度公司累计新签订单 135.3 亿元，同比增长 20.5%，其中 Q3 单季度新签订单增速达 56.7%。公司积极转向新兴产业工业建筑，同时大力促进业务模式向毛利率更高的 EPC 模式转型，前三季度 EPC 及装配式建筑新签 40 亿元，占比 30%，增速达 41%，盈利能力有望持续提升。

- **盈利能力提升，资产负债率持续下降**

2020 年前三季度公司毛利率为 16.63%，同比提升 1.17pct；净利率为 6.26%，同比提升 2.07pct。期间费用率为 9.38%，同比下降 1.27pct；其中管理费用率下降 0.58pct 至 7.04%，财务费用率下降 0.56pct 至 1.12%，销售费用率下降 0.12pct 至 1.23%。资产负债率为 57.49%，同比下降 5.61pct。实现经营性净现金流 1.83 亿，上年同期为 2.76 亿。经营现金流有所下降。

- **业绩提速**

分季度来看，公司 2019Q4、2020Q1、Q2、Q3 分别完成营收 29.29 亿元、23.52 亿元、23.61 亿元、30.47 亿元，分别同比增长-3.93%、6.13%、-3.75%、15.54%；收入增长较前几个季度有所放缓；分别实现归母净利润 0.95 亿元、1.27 亿元、1.43 亿元、2.18 亿元，分别同比增长 195.71%、20.45%、86.92%、72.39%，利润持续高增长，主要由于业务结构优化，盈利能力提升。

- **投资建议：钢结构龙头，维持“增持”评级**

钢结构行业景气度提升，公司作为钢结构龙头，我们上调公司 2020 年盈利预测，利润从 4.81 上调至 5.81 亿元，预计 2020-2022 年 EPS 为 0.29/0.32/ 0.36 元，PE 分别为为 18.1/15.4/14.6 倍。我们认为合理估值区间 20-21 倍，对应价格 5.80-6.09 元，维持“增持”评级。

- **风险提示：**应收账款坏账，投资放缓，订单落地不及预期等。

盈利预测和财务指标

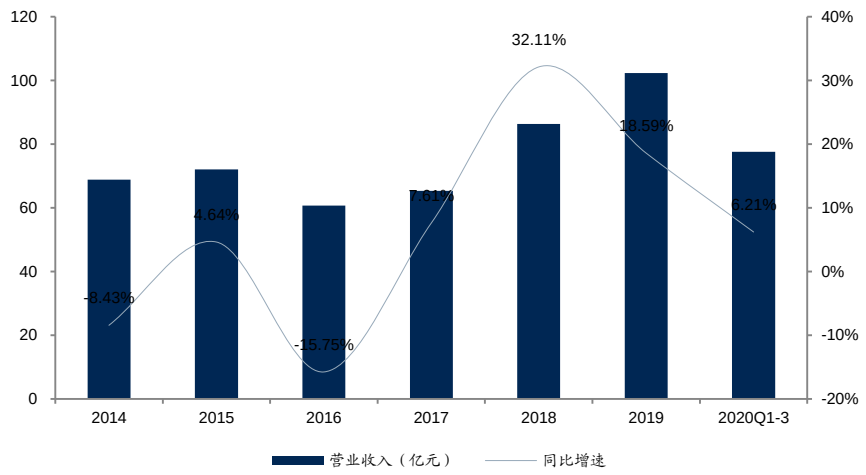
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,631	10,235	11,865	13,302	14,851
(+/-%)	32.1%	18.6%	15.9%	12.1%	11.6%
净利润(百万元)	182	403	581	647	722
(+/-%)	193.0%	122.0%	44.1%	11.4%	11.5%
摊薄每股收益(元)	0.09	0.20	0.29	0.32	0.36
EBIT Margin	8.2%	9.8%	10.8%	11.0%	11.5%
净资产收益率(ROE)	3.7%	7.7%	10.3%	10.5%	10.7%
市盈率（PE）	58.0	26.2	18.1	15.4	14.6
EV/EBITDA	22.5	17.4	15.5	14.3	13.0
市净率(PB)	2.2	2.0	1.9	1.7	1.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

业绩持续高增长

2020 年前三季度年公司实现营业收入 77.60 亿，同比增长 6.21%；延续 2018 年以来持续回暖的趋势。

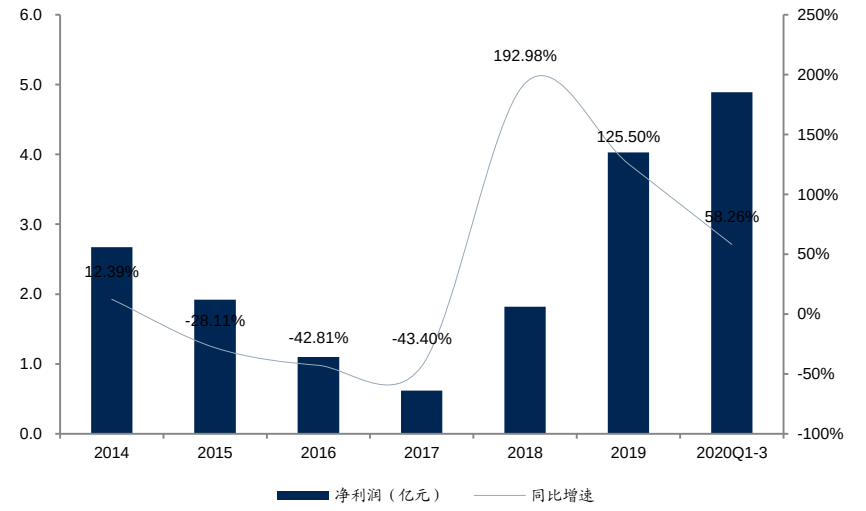
图 1：公司营业收入及同比增长率



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

2020 年前三季度公司实现归属于上市公司股东的净利润 4.89 亿，同比增长 58.82%，业绩持续高增长。

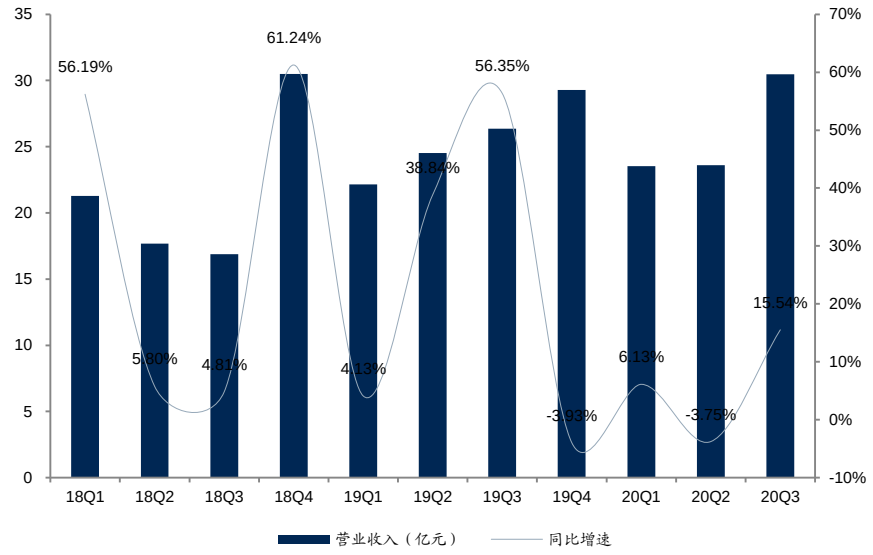
图 2：公司归母净利润及同比增长率



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

分季度来看，公司 2019Q4、2020Q1、Q2、Q3 分别完成营收 29.29 亿元、23.52 亿元、23.61 亿元、30.47 亿元，分别同比增长-3.93%、6.13%、-3.75%、15.54%；收入延续增长趋势，增速较前几个季度有所放缓。

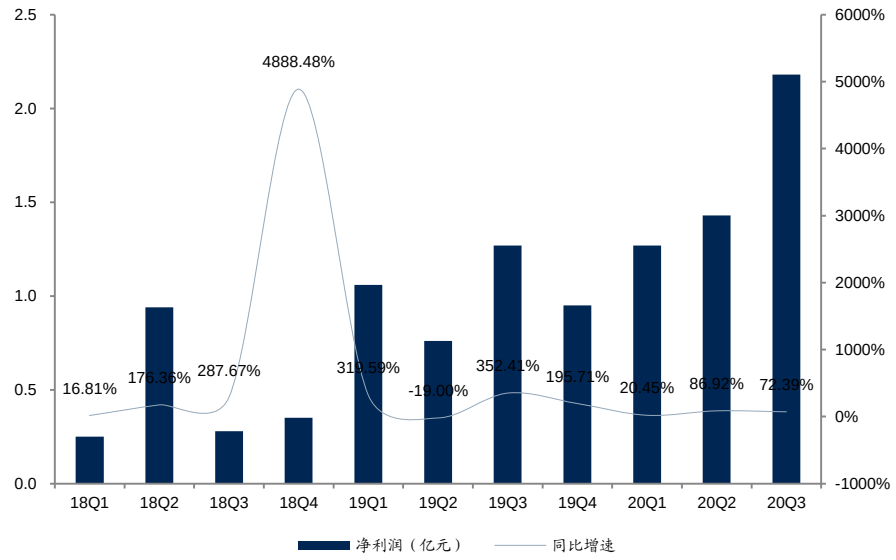
图 3：公司分季度营业收入及同比增长率



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

分季度来看，公司 2019Q4、2020Q1、Q2、Q3 分别实现归母净利润 0.95 亿元、1.27 亿元、1.43 亿元、2.18 亿元，分别同比增长 195.71%、20.45%、86.92%、72.39%，利润持续高增长，主要由于业务结构优化，盈利能力提升。

图 4：公司分季度归母净利润及同比增长率

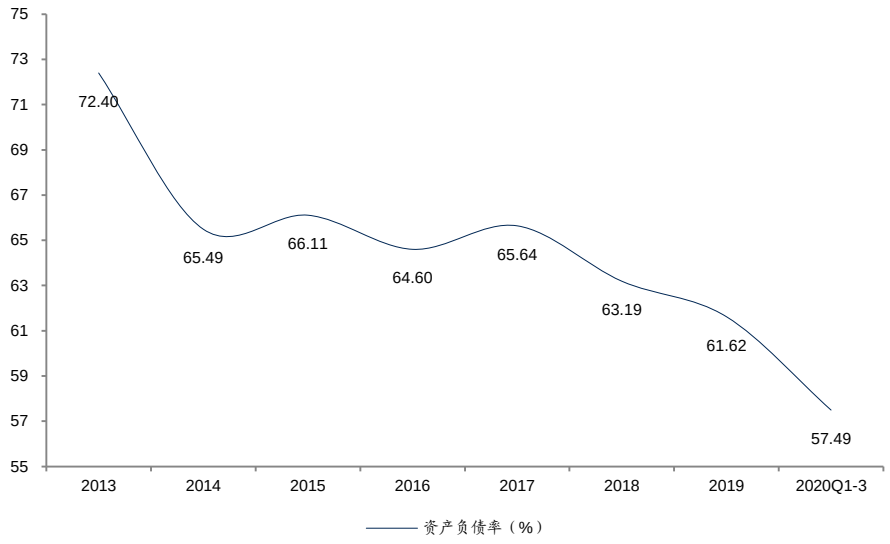


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

资产负债率持续下降

截至 2020 年三季度末，公司的资产负债率为 57.49 %，负债率连续降低，偿债能力提升。

图 5: 公司近几年的资产负债率



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

盈利预测与投资建议

我们将公司各业务进行分拆，具体每项的预测如下。

核心假设:

（1）主营业务工业建筑，公共建筑及商业建筑在国内外市场的推动下，保持快速增长;

（2）EPC 业务市场开拓顺利，未来业绩增长逐步加速;

（3）装配式建筑的相关政策执行落地效果符合预期;

表 1：公司业务收入拆分（亿元）

收入预测	2018	2019	2020E	2021E	2022E
工业建筑					
收入	46.33	52.81	58.09	61.00	64.05
增长率	26.69%	13.98%	10.00%	5.00%	5.00%
毛利率	11.42%	12.80%	13.00%	13.00%	13.00%
公共建筑					
收入	21.66	24.09	26.50	27.82	29.22
增长率	41.90%	11.21%	10.00%	5.00%	5.00%
毛利率	14.91%	15.44%	16.00%	16.00%	16.00%
商业建筑					
收入	13.71	15	15.75	16.54	17.36
增长率		9.43%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	14.00%	14.57%	15.00%	15.00%	15.00%
EPC					
收入	2.47	7.12	14.24	22.78	31.90
增长率		188.51%	100.00%	60.00%	40.00%
毛利率	-3.07%	16.43%	20.00%	18.00%	18.00%
专利授权许可					
收入	0.30	0.57	1.03	1.54	2.31
增长率		88.35%	80.00%	50.00%	50.00%
毛利率	100%	100%	100.00%	100.00%	100.00%
其他					
收入	1.84	2.77	3.05	3.35	3.69
增长率		50.26%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	61.75%	41.16%	40.00%	40.00%	40.00%
合计					
收入	86.32	102.36	118.65	133.03	148.52
增长率	32.11%	18.59%	15.92%	12.12%	11.64%
毛利率	13.68%	15.19%	16.22%	16.42%	16.92%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理及预测

可比公司估值

精工钢构的同业可比公司主要是其他钢结构企业，根据 wind 一致预期及我们的盈利预测数据，同行业可比公司 2020/2021 年估值均值为 19.40/15.73 倍，我们预测公司对应的估值为 18.07/15.38 倍，略低于行业估值中枢水平。

表 2：行业同类公司估值比较

公司代码	公司名称	昨收盘（元）	总市值（亿元）	EPS 2020E	EPS 2021E	PE 2020E	PE 2021E	投资评级
600477.SH	杭萧钢构	4.16	89.60	0.37	0.32	11.24	13.00	无评级
002135.SZ	东南网架	7.65	79.13	0.41	0.54	18.66	14.17	无评级
002541.SZ	鸿路钢构	38.00	199.01	1.37	1.79	27.74	21.23	无评级
002743.SZ	富煌钢构	7.99	26.87	0.40	0.55	19.98	14.53	无评级
	平均	14.45	98.65	0.64	0.80	19.40	15.73	--
600496.SH	精工钢构	5.24	105.47	0.29	0.32	18.07	15.38	增持

资料来源：wind 一致预期、国信证券经济研究所分析师整理及预测（**除精工钢构外其他可比公司数据均来源于 wind 一致预期**）

投资建议与评级

钢结构行业景气度提升，公司作为钢结构龙头，我们上调公司盈利预测，2020 年从 4.81 上调至 5.81 亿元，预计 2020-2022 年 EPS 为 0.29/0.32/0.36 元，PE 分别为为 18.1/15.4/14.6 倍。我们认为合理估值区间 20-21 倍，对应价格 5.80-6.09 元，维持“增持”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	2035	2239	2463	2709
应收款项	2419	3250	3644	4068
存货净额	5297	6935	7756	8610
其他流动资产	825	956	1072	1197
流动资产合计	**10576**	**13380**	**14935**	**16584**
固定资产	1087	1045	989	926
无形资产及其他	317	305	292	279
投资性房地产	974	974	974	974
长期股权投资	810	982	1154	1325
资产总计	**13765**	**16686**	**18343**	**20089**
短期借款及交易性金融负债	1742	2863	3015	3157
应付款项	5148	5897	6595	7322
其他流动负债	1298	1873	2095	2326
流动负债合计	**8188**	**10633**	**11705**	**12805**
长期借款及应付债券	30	30	30	30
其他长期负债	264	332	399	467
长期负债合计	**294**	**362**	**429**	**497**
负债合计	**8482**	**10995**	**12134**	**13302**
少数股东权益	19	20	20	21
股东权益	5264	5671	6189	6766
负债和股东权益总计	**13765**	**16686**	**18343**	**20089**

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.20	0.29	0.32	0.36
每股红利	0.09	0.09	0.06	0.07
每股净资产	2.62	2.82	3.07	3.36
ROIC	15%	18%	18%	20%
ROE	8%	10%	10%	11%
毛利率	15%	16%	16%	17%
EBIT Margin	10%	11%	11%	12%
EBITDA Margin	11%	12%	12%	12%
收入增长	19%	16%	12%	12%
净利润增长率	122%	44%	11%	12%
资产负债率	62%	66%	66%	66%
息率	1.7%	1.7%	1.2%	1.4%
P/E	26.2	18.1	15.4	14.6
P/B	2.0	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA	17.4	15.5	14.3	13.0

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**10235**	**11865**	**13302**	**14851**
营业成本	8681	9940	11118	12338
营业税金及附加	46	54	60	67
销售费用	146	169	190	212
管理费用	363	421	471	524
财务费用	156	51	75	75
投资收益	43	21	21	21
资产减值及公允价值变动	(2)	(43)	(43)	(43)
其他收入	(484)	(625)	(718)	(888)
营业利润	399	582	649	724
营业外净收支	9	6	6	6
利润总额	**408**	**588**	**655**	**730**
所得税费用	8	11	13	14
少数股东损益	(3)	(5)	(5)	(6)
归属于母公司净利润	**403**	**581**	**647**	**722**

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	403	581	647	722
资产减值准备	(72)	(0)	0	0
折旧摊销	98	109	121	128
公允价值变动损失	2	43	43	43
财务费用	156	51	75	75
营运资本变动	484	(1209)	(343)	(378)
其它	70	1	1	1
经营活动现金流	**985**	**(475)**	**470**	**517**
资本开支	(43)	(96)	(96)	(96)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	**(96)**	**(268)**	**(268)**	**(268)**
权益性融资	4	0	0	0
负债净变化	(181)	0	0	0
支付股利、利息	(183)	(174)	(129)	(144)
其它融资现金流	**14**	**1121**	**152**	**142**
融资活动现金流	(711)	947	22	(3)
现金净变动	178	204	224	246
货币资金的期初余额	1857	2035	2239	2463
货币资金的期末余额	2035	2239	2463	2709
企业自由现金流	1518	59	1117	1331
权益自由现金流	1350	1130	1196	1399

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032