

精工钢构 (600496)

中标 11 亿医院装配式总包订单，新老基建加持装配式与 EPC 弹性巨大

	韩其成 (分析师)	陈笑 (分析师)
	021-38676162	021-38677906
	hanqicheng8@gtjas.com	chenxiao015813@gtjas.com
证书编号	S0880516030004	S0880518020002

本报告导读:

新老基建双轮驱动下，公司为钢结构龙头技术优势、品牌优势等均强将充分受益，且叠加装配式/EPC 商业模式跃迁，订单业绩弹性巨大。

事件:

- 3 月 24 日公司公告中标 11.3 亿元绍兴市妇幼保健院(绍兴市儿童医院)建设项目。

评论:

● **维持增持。**维持预测公司 2019-21 年 EPS 为 0.22/0.28/0.36 元增速 121/28/26%，维持目标价 6.33 元，对应 2020/21 年 22.6/17.6 倍 PE，增持。

● **中标 11.3 亿元装配式医院项目彰显实力超群。**1)该项目中标金额 11.3 亿元占公司 2018 年营收的 13.1%，工期 1080 日历天，是公司迄今为止承接的最大医院类装配式建筑项目；2)该项目属于 2020 年绍兴市重点建设项目(基础设施项目)，采用公司装配式集成医院建筑产品，要求主要楼院单体装配化率达 60%；3)该项目是公司 GBS 体系在医院市场的重大突破，以总包模式承建，体现公司在装配式技术体系上的领先优势及竞争力，也彰显公司承接重大总包项目的实力，对未来开拓医院市场有促进作用。

● **继续看好 EPC 总包模式订单业绩巨大弹性空间，叠加装配式助腾飞。**1)从分包到 EPC 总包，收入具翻多倍潜力、盈利能力增强、利润具翻多倍潜力，将助力业绩弹性超预期将释放；2)2019 年新签订单中总包占比提升(亿元以上增速 30%超过全部订单增速)，2020 年受益政策支持+技术优势有望延续高增长；3)公司在绍兴有 50 万平方产能的装配式基地，未来将继续新建产能推动装配式业务加速发展，且技术加盟方亦助业务拓展；4)子公司装配式技术获国家科学技术进步奖一等奖；GBS 体系覆盖全面且装配化率可高达 95%；工业建筑领域 JR4 精致屋面系统技术领先。

● **复盘历史，政策支持+商业模式跃迁助股价大涨，动态 PE 最高到 33-99 倍。**1)2008 年四万亿出台叠加政策宽松+钢结构多个规范标准出台+“鸟巢”示范效应，公司股价最高涨 3.3 倍涨时约 12 个月，PE 从 11 倍到 33 倍，2008/09 年业绩增长 28/53%；2)2014-15 年宽松周期叠加光伏催化，公司股价最高涨 2.8 倍涨时约 12 个月(2014 年 64%)，PE 从 19 倍到 99 倍，2014/15 年业绩增长 12/-28%；3)公司披露 Q1 业绩预增公告，预计净利 1.17-1.38 亿元增速 10-30%，扣非增速 5-25%，疫情影响下仍高增长，且继 2019 年业绩预增 109-131%后再超预期；4)钢结构渗透率从 7%到 30%超 4 倍提升空间，且新老基建双轮驱动，公司在老基建领域品牌优势强，GBS 体系突破医院/学校/住宅等新兴市场，抢占华为 5G 实验室/苹果数据中心等新基建，当前 PE 仅 12.6 倍明显低估(钢结构板块平均 14.6 倍)。

● **风险提示:** 总包/装配式推进不及预期、传统建造方式的桎梏等

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **6.33**

上次预测: 6.33

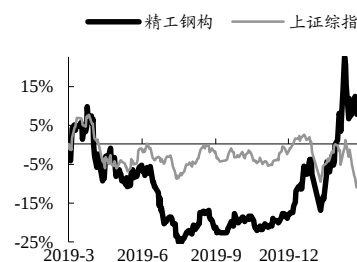
当前价格: **3.56**

2020.03.24

交易数据

52 周内股价区间 (元)	2.53-4.34
总市值 (百万元)	6,445
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,810/1,510
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	83%
日均成交量 (百万股)	40.03
日均成交值 (百万元)	142.35

52周内股价走势图



相关报告

《Q1 预增 10~30%超预期，装配式及 EPC 商业模式跃迁助腾飞》2020.03.15

《新基建添砖老基建加瓦，装配式/EPC 商业模式跃迁助腾飞》2020.03.04

《装配式钢结构再获政策支持，公司体系覆盖全且装配化率高》2020.02.11

《钢结构行业元年爆发，订单业绩望延续高增长》2020.02.04

《钢结构元年爆发，总包超预期仍未充分认知》2020.01.18

表 1: 精工钢构历史估值表

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
净利润	223	280	210	237	267	192	110	62	182	401	511	645
增速		25%	-25%	13%	12%	-28%	-43%	-43%	193%	121%	27%	26%
EPS	0.12	0.15	0.12	0.13	0.15	0.11	0.06	0.03	0.10	0.22	0.28	0.36
动态 PE											12.6	10
平均 PE	28	34	29	25	23	61	75	136	32	13	12.0	
最高 PE	44	44	35	30	31	99	98	175	43	17	14.0	
最低 PE	21	22	23	22	19	40	68	121	26	12	10.5	

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

备注: 净利润单位为百万元; EPS 单位为元/股; 股价取 2020 年 3 月 24 日收盘价。

表 2: 精工钢构在新基建、老基建领域均有多个重要订单项目

领域	具体项目
轻钢 (高科技/新基建)	华为 5G 实验室、苹果数据中心、阿里数据张北数据中心、中芯国际绍兴项目
空间钢-体育场馆	“鸟巢”、国家体育馆、长沙贺龙体育馆、中国轻纺城体育场、伊金霍洛旗全民健身体育活动中心、沈阳市沈河区文化体育中心、济南奥体中心体育馆、鄂尔多斯东胜体育场、南通体育场、四川巴中体育场、宜昌奥林匹克体育中西、西宁海湖区体育中心、长春奥体中心、天津奥林匹克中心体育场、深圳湾体育中心、宣城市体育中心
空间钢-文化设施	国家数字图书馆、广东省博物馆新馆、广州歌剧院、杭州科技馆、天津大剧院、武汉琴台大剧院、珠海歌剧院、恒大海花岛、三亚海棠湾、程度天堂岛海洋乐园、青岛世博会植物园、山东东营雪莲大剧院、襄阳科技馆、福州东部新城商务中心、苏州园区档案馆、昆山文化艺术中心、山西大剧院、温州大剧院、青岛海上嘉年华、安徽美术馆
空间钢-会展展馆	深圳国际会展中心、国家网络安全人才与创新基地展示中心、新疆国际会展中心、青岛凤凰之舟、郑州国际会议博览中心、中国西部国际博览城、天津滨海国际会展中心、哈尔滨国际体育会展中心、南京会议博览中心、广州白云国际会议中心、广州琶洲会展中心、本溪中国药都会展中心、三亚美丽之冠、安徽蚌埠会展中心、北京新中国国际展览中心、温州国际会展中心、盐城国际会展中心、中国花卉博览会展馆、2010 上海世博会法国馆、山东东营会展中心、中国医药城 (泰州) 会展交易中心、苏州国际博览中心、昆明滇池会展中心、曲阜孔子会展中心、中国轻纺城会展中心
空间钢-机场	北京新机场、北京首都机场 T3 航站楼、合肥新桥国际机场航站楼、温州永强机场、广州白云国际机场航站楼、重庆江北国际机场、杭州萧山国际机场、青岛流亭机场航站楼、鄂尔多斯机场、烟台潮水机场、武汉天河国际机场、上海浦东国际机场、贵阳龙洞堡国际机场、义乌机场航站楼、呼和浩特白塔国际机场、大连周水子国际机场航站楼、日照机场、银川河东国际机场、西安咸阳国际机场、山西运城机场航站楼、石家庄正定机场
空间钢-交通站房	石家庄火车站、西安北站、广州新火车站、北戴河火车站、湖州南站、汉口火车站、商丘站、沈阳站、延安火车站、昆山南站、苏州北站、长兴东站、无锡东站、沈阳北站、沈阳南、唐山火车站、上海虹桥交通枢纽工程、华山站、渭南站、石龙车站迁建工程、唐山港曹妃甸港区煤码头、天津港东疆港区港口配套服务区
重钢-高层超高层	广州新电视塔、北京国贸三期、上海环球金融中心、广州东塔、西塔、合肥恒大中心、天津环球金融中心、北京新保利大厦、杭州来福士广场、深证证券交易所营运中心、天津周大福金融中心、杭州湾跨海大桥海中平台、昆明江东和谐世纪广场、天津诺德英兰国际金融中心、长沙世茂广场、重庆来福士广场、长城汇、南昌新地中心、天津数字大厦、中交汇通横琴广场、昆明置地广场、武汉绿地中心、长沙滨江国际金融中心、杭州物联网产业孵化器、北京阳光保险金融中心、武汉中心、浙江国贸商业金融总部、中国建筑科学研究院研发楼、深圳通信大厦、盐城先锋国际广场、腾讯总部大楼、湘江时代、西安华润万象城、武汉恒隆广场、乌鲁木齐宝能城、苏州圆融星座、广州国际金融城、国瑞西安金融中心、深圳湾创新科技中心、南京华新

	城、北京银泰中心、海南国瑞城、美丽沙、鄂尔多斯国泰商务广场、宁波环球航运广场、科之谷、汇德大厦、赫基国际大厦、北京城建大厦、徐州中央国际广场、北京丽泽 SOHO、广州富力盈凯广场、安徽国际金融贸易中心、广州太古汇、大连期货大厦、北京财富大厦、成都高科技区商务广场
重钢-异形高层	杭州国际会议中心、广州兴业国际仓储科研主楼、湖州喜来登酒店、雷峰塔、中国水利博物馆、观音圣坛、广州之门
国际业务	沙特帝王塔、沙特吉达机场、沙特麦加火车站、沙特国王大学国家研究中心、沙特利雅德财富广场、沙特麦加安保大楼、卡塔尔 Al Rayyan 体育场、2017 阿斯塔纳世博会哈萨克斯坦国家冰球馆、阿斯塔纳国际机场、哈萨克斯坦休钦斯克滑雪道、新加坡海湾金沙酒店剧院、新加坡大士西延线地铁、新加坡圣淘沙旅游圣地、澳大利亚科技园、澳大利亚悉尼乔治街大厦、澳大利亚悉尼切夫利大厦、新西兰舜帝中心、澳大利亚悉尼希尔顿酒店、阿尔及利亚巴哈及体育场、日本春茧大厦、巴西氮肥厂、越南河内新国际机场、巴布亚新几内亚运动员村、奥地利维也纳恩斯特哈佩尔体育场、葡萄牙锡尼电厂、安哥拉罗安达国际机场、智利维克葡萄酒酿造厂

数据来源：公司公告，公司官网等，国泰君安证券研究

表 3：精工钢构具备技术/品牌/业务协同等竞争优势

	具体竞争优势
技术优势	精工钢素以“高、大、难、特、新”的工程建设为品牌标杆，在数百个钢结构项目实施中，成功研发了大型弯扭构件成套技术、张弦结构施工成套技术、大型开合屋盖成套技术等及装配式钢结构绿色集成建筑体系。精工钢构拥有国家认定企业技术中心、院士科研工作站、博士后科研工作站，是首批国家装配式建筑产业基地、上海装配式建筑技术集成工程技术研究中心产品推广基地。
品牌优势	精工钢构承接了“鸟巢”、北京新机场航站楼、沙特国王塔等地标建筑，树立了高端市场的品牌形象。精工钢构承接的轻钢项目的客户群以大型企业集团为主，承接的空间和多高层项目以大型的国家级及省、地市级的体育场馆、会展中心、机场、高层建筑等为主。
业务协同和综合服务能力	精工钢构获中国土木工程学会詹天佑工程大奖 12 项、住房和城乡建设部鲁班奖 22 项、中国建筑金属结构协会钢结构金奖 166 项，并多次获得钢结构空间领域最高奖项“综合金奖”、“综合银奖”、“国家优秀工程奖”。 精工钢构是钢结构行业中的综合性企业，具有满足客户各种实际需求的系统集成服务能力。产业链更为完善、产品线更为丰富、更为接近客户端。在设计、制造、施工等各个环节能紧密围绕客户需求，努力为客户提供工期短、综合成本低、维护响应迅速的钢结构产品。

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		