

2017年06月09日

富煌钢构 (002743.SZ)

受益装配式建筑推进，斩获首单棚户改造项目

■事件：富煌钢构发布公告，近日收到阜阳市颍泉区重点工程建设管理局的中标通知书，确定公司为“阜阳市颍泉区棚户区改造抱龙安置区产业化工程（二次）”的中标人，中标金额 8.141 亿元，项目工期合计 680 日历天。

■施工总包棚户改造首单，开启装配式建筑市场大门：公司此次中标是阜阳市颍泉区棚户区改造重点工程，属于设计施工一体化工程，公司以总承包方式中标全部工程；项目位于阜阳循环经济园区内，规划总用地面积 11.85 万方（一期约 8.01 万方），二类居住用地，容积率居于 1.0-2.5 区间；此次中标金额 8.141 亿元，占公司 2016 年营业收入的 34.18%。此次中标对公司有三方面助益：①装配式建筑为最主要建筑模式的大型住宅产业化项目，预示着公司进军装配式建筑住宅市场，为后续继续承接装配式建筑项目呈现积极示范效应，分享装配式建筑市场蛋糕；②以总承包方式独立中标设计施工一体化项目，公司业务模式从加工分包向总承包转换，业务从下游向项目设计端延伸，预计业务盈利能力较传统业务有显著改善。③项目金额较大，项目工期不足 2 年，预计将助力近两年业绩增长。

■公司新签订单高速增长，总包一级资质和新增产能助力升级：公司公告显示，2016 年年末未完工订单约 18.28 亿元，2017 年 Q1 新签订单 6.18 亿元，同比增长 70%。加总本次中标 8.14 亿元，公司今年累计公告新签订单金额 14.32 亿元，新签占公司 2016 年营业收入 60.14%；根据公司公告新签订单金额和 2017 年 Q1 实现收入 4.84 亿元情况，我们预计公司目前在手订单金额约 28 亿元，是公司 2016 年营业收入的 1.17 倍，公司在手订单充足，为今年业绩释放提供支持；另外，公司年初获得房屋建筑工程施工总承包一级资质，在当前装配式建筑市场打开局面初期，公司资质完善提升公司项目获取能力；同时，公司现有钢结构产能约 18 万吨，而此前公司定增项目 12 万吨新增产能预计在下半年投产，满足公司从传统加工分包向项目总包、EPC 及 PPP 业务模式升级过程中，不断扩大的业务需求。

■装配式建筑市场空间巨大，企业在市场容量和业务模式双向受益：2017 年住建部发文指出，到 2020 年，全国装配式建筑占新建建筑比例达到 15% 以上，根据我们测算，2016-2020 年，装配式建筑市场需求年复合增长率将达到 37% 以上，5 年市场空间增量近 2 万亿元，专家预计钢结构装配式建筑占总市场比例在 10%-20% 区间，以 15% 测算，钢

公司快报

证券研究报告

金属制品

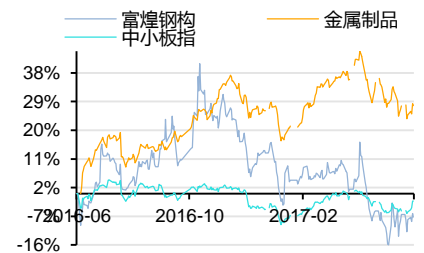
投资评级 **增持-A**
首次评级

6 个月目标价：**14.00 元**
股价 (2017-06-08) **12.89 元**

交易数据

总市值 (百万元)	4,396.92
流通市值 (百万元)	1,478.23
总股本 (百万股)	341.11
流通股本 (百万股)	114.68
12 个月价格区间	11.67/19.59 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.12	-13.37	-4.78
绝对收益	3.7	-14.35	-7.06

金嘉欣

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517030004
jinjx@essence.com.cn

苏多永

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517030005
sudy@essence.com.cn
021-35082325

相关报告

结构装配式建筑市场空间近 3000 亿元，传统钢结构主要应用在公建领域，现在钢结构将在住宅市场推广应用，拓宽商业边界，市场空间增量可观。其次钢结构装配式建筑是天然的 EPC 总包形式，促使钢结构企业从传统的加工分包向总承包及 EPC 转型，商业模式优化，产业生命周期延长，同时装配式建筑具有一定的进入壁垒，龙头企业率先受益。

■收购“君达高科”布局“第二主业”，新设多家企业协同效应明显：

公司今年 4 月收购“君达高科”53.5%的股份，君达高科是一家高科技技术企业，主营高速摄像机，技术达到 3 万帧/秒，主要应用领域集中在军工、科研、公共安全、医疗、体育等领域，公司公告君达高科财务数据表明，其 2017 年业务净利润率高达 59%；高速摄像机在军工方面应用，可以用来监测导弹爆破的场面，爆破一次更新一次，需求量较大，技术上对内核数据保存的要求较高，公司收购君达高科旨在向新兴科技布局，为发展第二主业埋下伏笔。另外，公司自 2016 年以来，已经新设了 7 家子公司，涉及物流、智能制造、门窗幕墙、工程设计等，与公司业务协同效应明显，公司多元化发展进程加速。

■投资建议：受益装配式建筑推广，公司进入地方棚改装配式住宅市场，打开未来成长空间；同时公司布局快速摄像新兴领域，后续有望成为第二主业辅助公司进入双轮驱动。我们看好公司未来发展，预计公司 2017 年-2019 年的收入增速分别为 29.1%、26.9%、23.9%，净利润增速分别为 67.6%、37.6%、30.2%，成长性突出；首次覆盖，给予增持-A 的投资评级，6 个月目标价为 14 元，相当于 2017 年 56 倍的动态市盈率。

■风险提示：装配式建筑发展不及预期、政府合作进展不及预期、第二主业收益不及预期

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	1,494.7	2,381.5	3,074.3	3,902.2	4,834.1
净利润	30.8	50.4	84.4	116.2	151.2
每股收益(元)	0.09	0.15	0.25	0.34	0.44
每股净资产(元)	2.20	5.63	5.87	6.17	6.58
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	142.6	87.3	52.1	37.8	29.1
市净率(倍)	5.8	2.3	2.2	2.1	2.0
净利润率	2.1%	2.1%	2.7%	3.0%	3.1%
净资产收益率	4.1%	2.6%	4.2%	5.5%	6.7%
股息收益率	0.1%	0.0%	0.3%	0.3%	0.3%
ROIC	8.9%	10.2%	5.9%	7.3%	7.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,494.7	2,381.5	3,074.3	3,902.2	4,834.1	成长性					
减:营业成本	1,242.6	2,074.2	2,662.6	3,369.5	4,152.9	营业收入增长率	-18.5%	59.3%	29.1%	26.9%	23.9%
营业税费	19.0	12.9	16.6	21.5	26.6	营业利润增长率	-23.4%	76.6%	68.7%	38.4%	30.6%
销售费用	23.8	30.9	72.2	113.2	145.0	净利润增长率	-20.8%	63.4%	67.6%	37.6%	30.2%
管理费用	62.6	85.2	138.3	175.6	227.2	EBITDA 增长率	-12.6%	9.9%	16.2%	16.2%	25.0%
财务费用	80.3	68.2	53.7	49.1	66.3	EBIT 增长率	-15.8%	11.1%	19.6%	21.6%	31.8%
资产减值损失	34.3	53.4	35.0	40.9	43.1	NOPLAT 增长率	-14.3%	8.3%	19.0%	21.6%	31.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-6.1%	104.9%	-1.7%	32.1%	-1.1%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	40.3%	153.0%	4.3%	5.2%	6.7%
营业利润	32.1	56.8	95.8	132.5	173.1	利润率					
加:营业外净收支	2.6	0.9	2.0	1.8	1.6	毛利率	16.9%	12.9%	13.4%	13.7%	14.1%
利润总额	34.7	57.6	97.8	134.4	174.7	营业利润率	2.2%	2.4%	3.1%	3.4%	3.6%
减:所得税	3.2	6.7	11.7	16.1	21.0	净利润率	2.1%	2.1%	2.7%	3.0%	3.1%
净利润	30.8	50.4	84.4	116.2	151.2	EBITDA/营业收入	10.4%	7.2%	6.5%	5.9%	6.0%
						EBIT/营业收入	7.5%	5.2%	4.9%	4.7%	5.0%
						运营效率					
						固定资产周转天数	121	72	51	36	26
						流动资产周转天数	145	136	150	155	153
						流动营业资本周转天数	615	537	502	470	448
						应收账款周转天数	213	186	175	191	184
						存货周转天数	264	210	226	236	222
						总资产周转天数	783	671	624	563	519
						投资资本周转天数	269	249	257	233	213
						投资回报率					
						ROE	4.1%	2.6%	4.2%	5.5%	6.7%
						ROA	0.9%	0.9%	1.6%	1.7%	2.2%
						ROIC	8.9%	10.2%	5.9%	7.3%	7.3%
						费用率					
						销售费用率	1.6%	1.3%	2.4%	2.9%	3.0%
						管理费用率	4.2%	3.6%	4.5%	4.5%	4.7%
						财务费用率	5.4%	2.9%	1.7%	1.3%	1.4%
						三费/营业收入	11.2%	7.7%	8.6%	8.7%	9.1%
						偿债能力					
						资产负债率	77.9%	64.3%	61.6%	69.5%	67.6%
						负债权益比	352.8%	180.4%	160.5%	228.1%	208.4%
						流动比率	1.04	1.74	1.32	1.42	1.42
						速动比率	0.63	1.06	0.64	0.72	0.71
						利息保障倍数	1.40	1.83	2.78	3.70	3.61
						分红指标					
						DPS(元)	0.02	-	0.03	0.04	0.04
						分红比率	20.9%	0.0%	13.2%	11.4%	8.2%
						股息收益率	0.1%	0.0%	0.3%	0.3%	0.3%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	31.5	51.0	84.4	116.2	151.2	EPS(元)	0.09	0.15	0.25	0.34	0.44
加:折旧和摊销	43.3	46.2	49.2	49.2	49.2	BVPS(元)	2.20	5.63	5.87	6.17	6.58
资产减值准备	34.3	53.4	-	-	-	PE(X)	142.6	87.3	52.1	37.8	29.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.8	2.3	2.2	2.1	2.0
财务费用	63.3	60.2	53.7	49.1	66.3	P/FCF	-59.7	-8.5	-4.9	59.5	53.0
投资损失	-	-	-	-	-	P/S	2.9	1.8	1.4	1.1	0.9
少数股东损益	0.7	0.6	1.6	2.1	2.5	EV/EBITDA	31.2	32.2	23.0	22.4	17.3
营运资金的变动	62.6	-959.6	-22.8	-745.5	-16.6	CAGR(%)	55.4%	44.5%	29.3%	55.4%	44.5%
经营活动产生现金流量	111.9	-546.4	166.1	-528.9	252.5	PEG	2.6	2.0	1.8	0.7	0.7
投资活动产生现金流量	-46.0	-296.7	-0.4	0.1	0.1	ROIC/WACC	0.9	1.0	0.6	0.7	0.7
融资活动产生现金流量	-69.0	1,545.6	-1,073.8	595.1	-178.1	REP	5.1	2.4	3.5	2.4	2.4

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

金嘉欣、苏多永声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。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。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034