

公司研究/中报点评

2017年08月22日

建筑/建筑装饰 II

投资评级: 增持 (维持评级)

当前价格(元): 8.42  
合理价格区间(元): 7.83~8.99

**鲍荣富** 执业证书编号: S0570515120002  
研究员 021-28972085  
baorongfu@htsc.com

**黄骥** 执业证书编号: S0570516030001  
研究员 021-28972066  
huangji@htsc.com

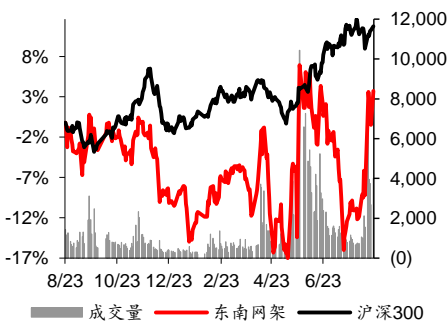
**王德彬** 执业证书编号: S0570516090001  
研究员 010-56793964  
wangdebing@htsc.com

**方晏荷** 021-28972059  
联系人 fangyanhe@htsc.com

相关研究

- 1《东南网架(002135,增持): 涤纶长丝业务反转, 传统主业复苏》2017.04
- 2《东南网架(002135):2011 年报点评》2012.03
- 3《东南网架(002135):营业收入增速下降 未来增长具有事件性刺激作用》2011.08

股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本(百万股)	854.53
流通A股(百万股)	671.19
52周内股价区间(元)	6.74-8.68
总市值(百万元)	7,195
总资产(百万元)	8,869
每股净资产(元)	2.91

资料来源: 公司公告

# 双主业齐发力, 业绩持续高增可期

## 东南网架(002135)

事件

公司 8 月 21 日晚公布 2017 半年报, 上半年实现营收 32.58 亿元, YoY+20.96%, 归母净利润 0.69 亿元, YoY+90.22%, 扣非归母净利 0.58 亿元, YoY+80.5%, 符合我们预期。公司上半年经营性现金流改善明显, 由负转正, 增长 2.15 亿元。公司三季报业绩预增 100%-150%。

**化纤业务贡献全部收入增量, 综合成本下降助力业绩高增长**

公司上半年化纤业务收入 15.18 亿元, YoY+79%, 收入占比提升 15pct 至 46.6%, 主要系上半年公司化纤产能与产量大幅增加(产量占去年全年 65%) 叠加 POY 涨价所致(上半年 POY 均价较去年同期上涨 23%)。上半年公司钢结构业务收入下降 5.9%, 主要系去年公司新签订单同比下滑所致。公司业绩增长速度超过收入增速, 主要系公司综合成本占收入比重下降所致, 其中三项成本占收入比重下降较多: 营业税金受营改增影响下降 0.3pct, 减值损失受益前期应收款收回下降 1.05pct, 所得税受益“未确认 DTA 的可抵扣暂时性差异”大幅减少下降 0.18pct。

**化纤业务毛利率提升, 各项费率基本稳定, 现金流大幅改善**

公司 H1 毛利率 10.96%, 较去年同期提高 0.27pct, 主要系化纤业务毛利率受益涨价&规模效应大幅提升 6.36pct 且收入占比提高影响, 钢结构业务毛利率微降 0.38pct 主要受营改增影响。公司各项费率稳中有降, 销售费用率下降 0.11pct, 财务费用率上升 0.02pct, 总体保持稳定。管理费用率大幅上升但增量全部来自钢结构与集成化建筑研发投入, 用于运营的管理费用保持稳定。公司 H1 经营性现金流大幅改善, 我们判断两个原因: (1) 化纤业务先收款后付货, 收现情况好且可持续改善; (2) 上半年钢结构开工项目少(去年新签少) 而完工结算项目较多, 对 CFO 产生一定积极影响。

**钢结构全年新签订单或超百亿, POY 量价齐升有望促进吨净利快速提升**

公司上半年钢结构承揽业务量 55 亿元, 同比增长 46%, EPC 与空间钢结构增幅居前。以往公司上半年新签订单均未超过全年 50%, 按此全年钢结构订单有望超过 100 亿元, 较去年大幅增长 35% 以上, 而空间钢结构等高利润项目占比提升有望优化公司订单结构。我们预计公司全年化纤产能有望突破 45 万吨, 较去年提升 15% 以上, 产能利用率也将受益行业高景气有所提升。POY 价格今年以来均价较去年同期提升 22%, 预计全年均价有可观涨幅是大概率事件, 量价齐升有望使公司化纤业务吨净利大幅提高。

**Q3 继续高增长, 雄安抢先机, 维持“增持”评级**

公司 Q3 业绩预增 100% 以上, 增速高于 H1, 全年实现高增长是大概率事件, 而装配式建筑与化纤行业高景气有望使公司高增长延续。公司此前已与雄安当地知名建企凯盛集团签订战略合作协议, 有望在雄安装配式建筑市场抢得先机。我们预计公司 17-19 年 EPS0.16/0.29/0.35 元, 给予 18 年 27-31 倍估值, 对应价格区间 7.83-8.99 元, 维持“增持”评级。

风险提示: 化纤产品价格出现大幅波动; 钢结构项目回款变慢。

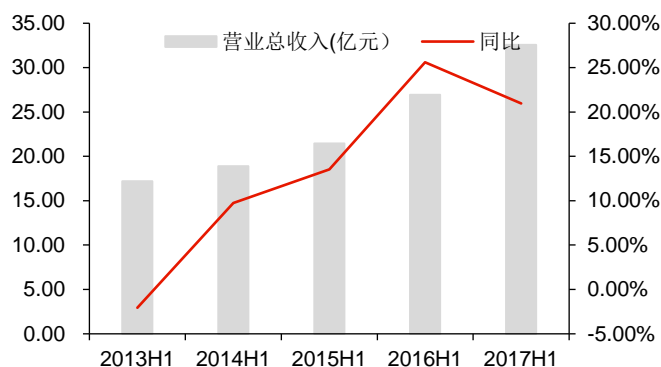
经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5,196	5,738	7,122	9,369	10,850
+/-%	22.93	10.44	24.11	31.56	15.81
归属母公司净利润(百万元)	34.58	49.12	133.04	251.02	303.28
+/-%	(46.40)	42.05	170.81	88.69	20.82
EPS(元, 最新摊薄)	0.04	0.06	0.16	0.29	0.35
PE(倍)	186.55	131.33	48.50	25.70	21.27

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

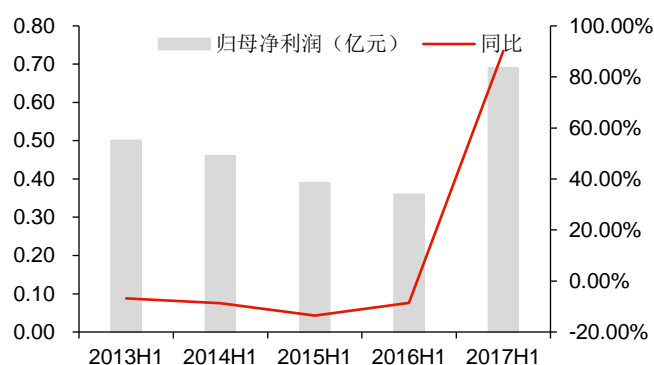
## 公司过往经营情况

图表1: 公司营收及同比增速



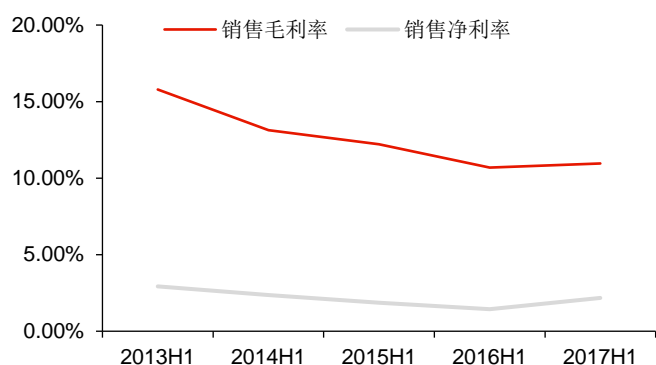
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 公司归母净利润及同比增速



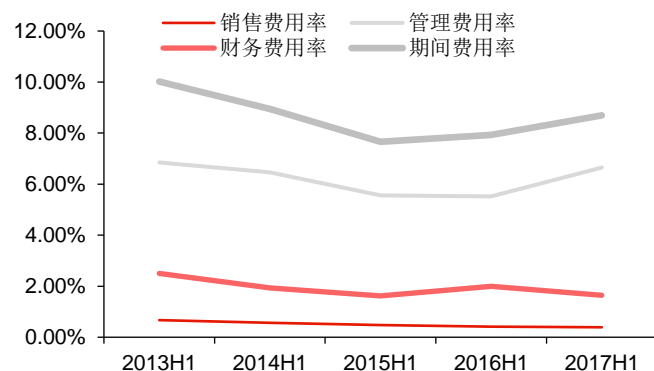
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 公司盈利能力



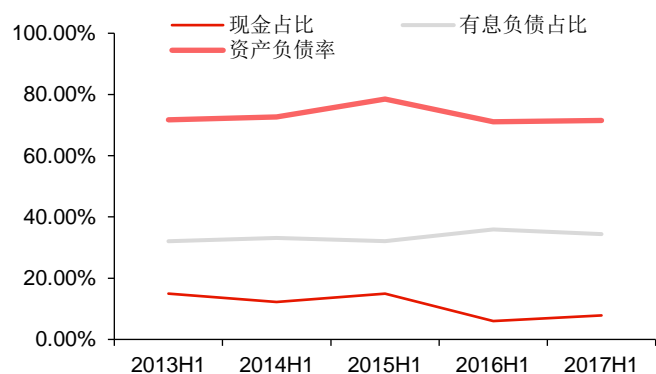
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: 公司各项费用率



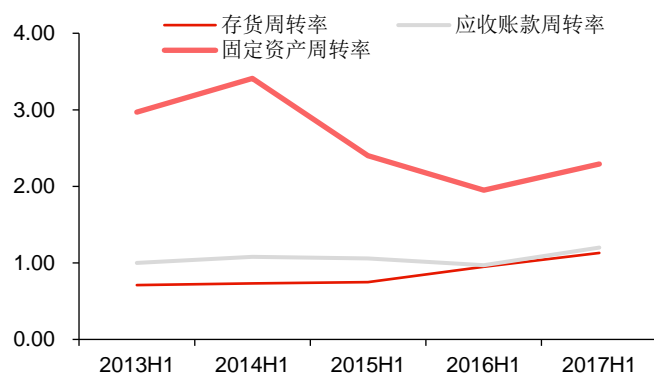
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5: 公司资本结构指标



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

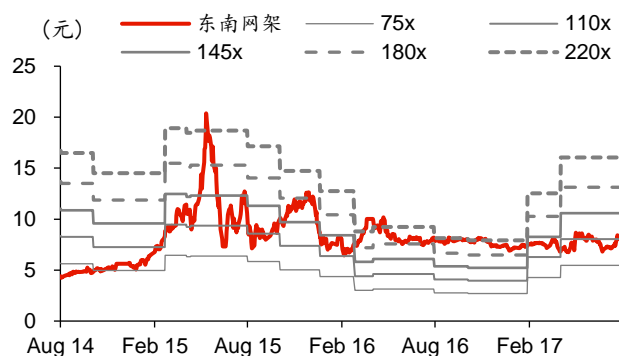
图表6: 公司各项周转指标



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

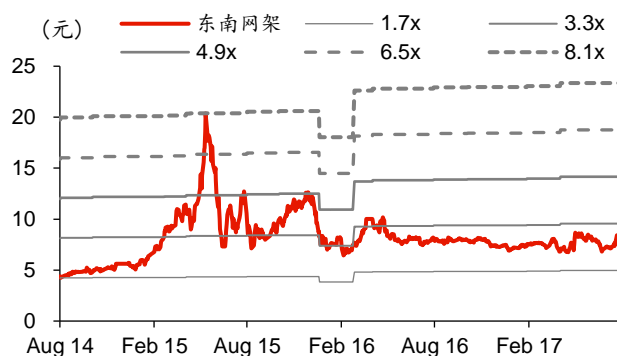
**PE/PB - Bands**

**图表7: 东南网架历史 PE-Bands**



资料来源: Wind、华泰证券研究所

**图表8: 东南网架历史 PB-Bands**



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	6,753	6,393	7,792	9,947	11,383
现金	871.99	704.52	800.00	800.00	800.00
应收账款	2,620	2,821	3,502	4,607	5,335
其他应收账款	115.57	106.61	132.31	174.06	201.57
预付账款	65.54	170.67	208.79	273.29	316.94
存货	2,794	2,376	2,908	3,807	4,415
其他流动资产	285.70	213.67	241.05	285.51	314.81
非流动资产	2,271	2,206	2,033	1,841	1,640
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	1,380	1,448	1,562	1,521	1,404
无形资产	149.56	141.21	123.97	106.73	89.50
其他非流动资产	741.91	616.94	347.77	213.58	146.49
资产总计	9,024	8,599	9,825	11,788	13,023
流动负债	6,026	5,700	6,781	8,467	9,369
短期借款	1,340	1,785	2,156	2,553	2,586
应付账款	2,509	2,245	2,746	3,595	4,169
其他流动负债	2,177	1,670	1,878	2,319	2,614
非流动负债	584.98	437.82	437.62	438.52	437.99
长期借款	554.91	410.05	410.05	410.05	410.05
其他非流动负债	30.07	27.77	27.57	28.47	27.94
负债合计	6,611	6,138	7,218	8,905	9,807
少数股东权益	29.84	34.64	47.64	72.17	101.81
股本	854.53	854.53	854.53	854.53	854.53
资本公积	915.45	915.45	915.45	915.45	915.45
留存公积	612.57	656.57	789.60	1,041	1,344
归属母公司股	2,383	2,427	2,560	2,811	3,114
负债和股东权益	9,024	8,599	9,825	11,788	13,023

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	(103.19)	39.64	(120.89)	(214.36)	164.32
净利润	37.49	53.93	146.04	275.55	332.92
折旧摊销	123.96	148.49	163.86	183.58	193.43
财务费用	84.34	114.35	163.81	190.50	206.58
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(441.44)	(383.24)	(728.24)	(1,085)	(713.07)
其他经营现金	92.46	106.12	133.64	220.95	144.47
投资活动现金	(245.59)	(88.42)	9.14	8.35	8.35
资本支出	368.52	98.79	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	(0.39)	0.00	0.00
其他投资现金	122.93	10.36	8.75	8.35	8.35
筹资活动现金	353.04	107.55	207.24	206.01	(172.68)
短期借款	(189.48)	445.30	371.05	396.51	33.90
长期借款	130.00	(144.86)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	105.93	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	385.96	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(79.37)	(192.89)	(163.81)	(190.50)	(206.58)
现金净增加额	8.76	55.59	95.48	0.00	0.00

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

### 利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	5,196	5,738	7,122	9,369	10,850
营业成本	4,599	5,086	6,222	8,144	9,445
营业税金及附加	53.90	36.96	45.87	60.34	69.88
营业费用	24.84	24.28	30.13	39.63	45.90
管理费用	289.06	316.66	393.01	517.02	598.74
财务费用	84.34	114.35	163.81	190.50	206.58
资产减值损失	95.16	112.78	112.78	112.78	112.78
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	50.03	47.57	154.50	304.86	371.45
营业外收入	22.38	19.31	19.31	19.31	19.31
营业外支出	6.47	4.28	4.28	4.28	4.28
利润总额	65.94	62.60	169.53	319.89	386.48
所得税	28.45	8.68	23.50	44.33	53.56
净利润	37.49	53.93	146.04	275.55	332.92
少数股东损益	2.91	4.80	13.00	24.53	29.64
归属母公司净利润	34.58	49.12	133.04	251.02	303.28
EBITDA	258.32	310.41	482.18	678.94	771.47
EPS (元)	0.04	0.06	0.16	0.29	0.35

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	22.93	10.44	24.11	31.56	15.81
营业利润	(27.49)	(4.90)	224.77	97.31	21.84
归属母公司净利润	(46.40)	42.05	170.81	88.69	20.82
获利能力 (%)					
毛利率	11.50	11.37	12.64	13.08	12.95
净利率	0.67	0.86	1.87	2.68	2.80
ROE	1.45	2.02	5.20	8.93	9.74
ROIC	2.14	3.40	6.06	8.21	8.95
偿债能力					
资产负债率 (%)	73.27	71.38	73.46	75.54	75.31
净负债比率 (%)	31.23	39.02	38.32	35.51	32.59
流动比率	1.12	1.12	1.15	1.17	1.22
速动比率	0.65	0.70	0.72	0.73	0.74
营运能力					
总资产周转率	0.63	0.65	0.77	0.87	0.87
应收账款周转率	1.91	1.80	1.90	1.95	1.84
应付账款周转率	1.94	2.14	2.49	2.57	2.43
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.04	0.06	0.16	0.29	0.35
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.12)	0.05	(0.14)	(0.25)	0.19
每股净资产(最新摊薄)	2.79	2.84	3.00	3.29	3.64
估值比率					
PE (倍)	186.55	131.33	48.50	25.70	21.27
PB (倍)	2.71	2.66	2.52	2.30	2.07
EV_EBITDA (倍)	31.65	26.34	16.96	12.04	10.60

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com