

2017年09月05日

精工钢构 (600496.SH)

## 与地方国企强强联手，装配式公建龙头待启航

■事件：根据公告，公司与“河北建工”签署《战略合作协议》，将围绕钢结构工程、总承包工程、PPP模式的建设项目、建筑工业化这4方面进行合作，合作有效期3年。

■绑定地方省属建筑企业，加码主业和装配：公司公告与“河北建工”签署《战略合作协议》，河北建工是河北省国资委直接监管企业，项目资源丰富，根据协议，双方将围绕钢结构工程、总承包工程、PPP模式的建设项目、建筑工业化这4方面进行合作，合作期3年，此次合作对公司有四方面助益：①将公司公装优势与地方龙头企业资源优势结合，提高竞争力，订单规模有望提升；②组成联合体投标总承包项目，有利于公司快速积累总承包经验，加快完成从钢结构分包商到工程总包商的角色转变，从产业链下游转向上游，营收净利有望双增；③河北建工将凭借自身优质资源助力公司装配式建筑项目承接与推广，装配式公建项目主要由政府招标，此次合作有利于公司快速打开河北装配式公装市场，分享装配式建筑市场蛋糕。④根据公告，公司先后与甘肃省建设投资（控股）集团总公司等4家大型国企建设集团进行合作洽谈，此次合作将形成良好的示范效应，后续战略合作协议有望快速落地，装配式公建市场有望逐步打开，公司未来业绩增长值得期待。

■新签订单稳步提升，营收规模有望提高：根据公告，公司2017年上半年新签订单49.90亿元，实现全年目标100亿的49.90%，较去年同期增长27.75%，其中工业建筑业务/金属围护系统业务板块的订单涨幅较高，分别较去年同期增长了11.01亿元(+74.54%)和1.59亿元(+53.87%)。2017年上半年公司实现营业收入30.33亿元，同比增长16.56%，公司订单规模稳步提升，营收规模有望持续扩大。

■技术领先+示范项目+巨量产能，打造钢结构装配式公建龙头企业：装配式建筑快速推进，以北京、重庆、河北及安徽等省市为代表的区域都明确政府投资的单体公建项目达到一定面积，强制应用钢结构，公建领域确定性较高，根据我们测算，公建装配式建筑5年市场空间增量约4500亿元。公司在公建领域精品项目众多，知名度较高，同时根据公告，公司GBS集成建筑体系已获论证，共计应用规模达12万平方米，拥有专利38项，技术优势突出、先后承接了浙江省最大的装配式公共建筑试点工程——梅山江商务楼A区、B区等多个项目。此外根据中报，公司产能50万方的绿色建筑产业园将于2017年年底建成投产，预计将在周边形成先占优势，有望快速受益装配式建筑推

公司快报

证券研究报告

建筑施工

投资评级 **增持-A**

首次评级

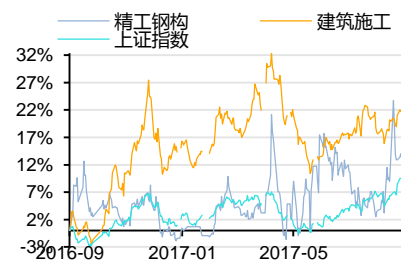
6个月目标价：**5.5元**

股价(2017-09-04) **4.94元**

交易数据

总市值(百万元)	7,461.60
流通市值(百万元)	7,461.60
总股本(百万股)	1,510.45
流通股本(百万股)	1,510.45
12个月价格区间	4.26/5.36元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.42	-11.75	6.24
绝对收益	10.02	-2.92	16.42

张龙

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020030

zhanglong@essence.com.cn

021-35082939

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

进，钢结构装配式公建龙头即将启航。

■**非公开发行已获证监会受理，10亿元助力主业发展**：2017年5月公司定增事项获证监会受理，本次定增拟募集资金10亿元，将全部用于保障16万吨钢结构及其配套工程项目实施，共8个项目，合同金额15.62亿元，项目投资总额13.96亿元，总收益率10.60%，此次定增将有利于公司扩大钢结构市场份额，促进营收的增长。

■**投资建议**：我们预计公司2017年-2019年的收入增速分别为32.5%、29.4%、22.9%，净利润增速分别为48.9%、29.1%、26.6%；首次给予增持-A的投资评级，6个月目标价为5.5元，相当于2017年50倍的动态市盈率。

■**风险提示**：装配式建筑推进不及预期、海外市场发展不及预期、安全风险、汇率波动、原材料价格波动风险等风险。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	7,205.3	6,070.8	8,045.2	10,410.0	12,797.0
净利润	191.6	109.6	163.2	421.9	266.7
每股收益(元)	0.13	0.07	0.11	0.14	0.18
每股净资产(元)	2.34	2.49	2.30	2.45	2.65

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	38.9	68.1	45.7	35.4	28.0
市净率(倍)	2.1	2.0	2.2	2.0	1.9
净利润率	2.7%	1.8%	2.0%	2.0%	2.1%
净资产收益率	5.4%	2.9%	4.7%	5.7%	6.7%
股息收益率	0.4%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%
ROIC	7.1%	4.5%	7.4%	6.3%	9.1%

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	
<b>营业收入</b>	7,205.3	6,070.8	8,045.2	10,410.0	12,797.0	<b>成长性</b>						
减:营业成本	6,011.5	5,163.8	6,837.9	8,843.2	10,844.0	营业收入增长率	4.6%	-15.7%	32.5%	29.4%	22.9%	
营业税费	110.4	58.6	80.5	104.1	140.8	营业利润增长率	-30.6%	-30.5%	33.5%	38.0%	29.0%	
销售费用	131.6	139.0	158.8	211.3	268.5	净利润增长率	-28.1%	-42.8%	48.9%	29.1%	26.6%	
管理费用	460.9	372.2	500.0	648.5	806.2	EBITDA 增长率	-15.3%	-18.6%	32.6%	26.0%	24.6%	
财务费用	158.5	128.9	198.8	257.7	336.7	EBIT 增长率	-19.6%	-25.0%	43.9%	33.5%	29.9%	
资产减值损失	151.2	82.8	98.1	110.7	97.2	NOPLAT 增长率	-11.1%	-37.0%	50.9%	33.5%	29.9%	
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	0.4%	-9.1%	57.9%	-10.6%	42.5%	
投资和汇兑收益	3.7	3.2	0.6	2.5	2.1	净资产增长率	4.8%	6.5%	-7.8%	6.7%	8.0%	
<b>营业利润</b>	184.9	128.6	171.7	236.9	305.7	<b>利润率</b>						
加:营业外净收支	21.0	11.8	27.1	19.9	19.6	毛利率	16.6%	14.9%	15.0%	15.1%	15.3%	
<b>利润总额</b>	205.9	140.4	198.7	256.9	325.3	营业利润率	2.6%	2.1%	2.1%	2.3%	2.4%	
减:所得税	14.3	30.6	35.8	46.2	58.5	净利润率	2.7%	1.8%	2.0%	2.0%	2.1%	
<b>净利润</b>	191.6	109.6	163.2	210.6	266.7	EBITDA/营业收入	6.1%	5.9%	5.9%	5.8%	5.9%	
						EBIT/营业收入	4.8%	4.2%	4.6%	4.8%	5.0%	
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>						
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	47	52	35	24	16	
货币资金	996.8	1,230.8	643.6	832.8	1,023.8	流动营业资本周转天数	134	135	138	140	142	
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	402	475	410	403	409	
应收账款	2,289.3	1,815.8	3,289.2	3,446.8	4,904.7	应收帐款周转天数	113	122	114	116	117	
应收票据	97.6	133.5	60.2	224.3	157.3	存货周转天数	222	262	236	241	245	
预付帐款	287.9	292.2	272.0	531.2	501.4	总资产周转天数	505	625	532	489	478	
存货	4,634.5	4,200.4	6,329.6	7,614.9	9,835.8	投资资本周转天数	225	256	237	212	198	
其他流动资产	17.8	21.2	16.7	18.6	18.8	<b>投资回报率</b>						
可供出售金融资产	-	456.1	152.0	202.7	270.3	ROE	5.4%	2.9%	4.7%	5.7%	6.7%	
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	1.8%	1.0%	1.2%	1.4%	1.4%	
长期股权投资	273.3	294.7	294.7	294.7	294.7	ROIC	7.1%	4.5%	7.4%	6.3%	9.1%	
投资性房地产	39.5	37.8	37.8	37.8	37.8	<b>费用率</b>						
固定资产	928.2	832.0	733.5	635.0	536.5	销售费用率	1.8%	2.3%	2.0%	2.0%	2.1%	
在建工程	67.6	611.4	611.4	611.4	611.4	管理费用率	6.4%	6.1%	6.2%	6.2%	6.3%	
无形资产	316.9	278.4	269.6	260.7	251.9	财务费用率	2.2%	2.1%	2.5%	2.5%	2.6%	
其他非流动资产	494.4	442.7	434.5	431.4	425.4	三费/营业收入	10.4%	10.5%	10.7%	10.7%	11.0%	
<b>资产总额</b>	10,443.8	10,647.0	13,144.8	15,142.2	18,869.5	<b>偿债能力</b>						
短期债务	1,223.1	1,087.1	2,394.0	2,429.7	2,719.1	资产负债率	66.1%	64.6%	73.6%	75.5%	78.8%	
应付帐款	2,676.3	2,696.2	3,417.7	4,767.4	5,570.9	负债权益比	195.1%	182.5%	278.3%	308.6%	371.3%	
应付票据	963.7	1,015.6	999.6	1,827.8	1,778.7	流动比率	1.39	1.27	1.26	1.17	1.35	
其他流动负债	1,126.6	1,238.0	1,620.2	1,762.4	2,083.2	速动比率	0.62	0.58	0.51	0.47	0.54	
长期借款	123.5	182.8	741.4	-	2,112.6	利息保障倍数	2.17	2.00	1.86	1.92	1.91	
其他非流动负债	791.0	658.1	496.9	648.6	601.2	<b>分红指标</b>						
<b>负债总额</b>	6,904.2	6,877.7	9,669.7	11,435.9	14,865.7	DPS(元)	0.02	0.01	0.01	0.02	0.02	
少数股东权益	7.4	7.5	7.3	7.3	7.4	分红比率	15.8%	13.8%	13.3%	14.3%	13.8%	
股本	1,510.4	1,510.4	1,510.4	1,510.4	1,510.4	股息收益率	0.4%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%	
留存收益	2,034.6	2,119.9	1,957.3	2,188.5	2,486.0							
<b>股东权益</b>	3,539.6	3,769.4	3,475.1	3,706.3	4,003.8							
						<b>现金流量表</b>						
							2015	2016	2017E	2018E	2019E	
							净利润	191.6	109.8	163.2	210.6	266.7
							加:折旧和摊销	102.7	108.3	107.4	107.4	107.4
							资产减值准备	151.2	82.8	-	-	-
							公允价值变动损失	-	-	-	-	-
							财务费用	161.1	126.2	198.8	257.7	336.7
							投资损失	-3.7	-3.2	-0.6	-2.5	-2.1
							少数股东损益	0.0	0.2	-0.2	0.0	0.0
							营运资金的变动	-30.4	246.4	-2,477.6	585.6	-2,565.0
							<b>经营活动产生现金流量</b>	464.7	844.2	-2,009.0	1,158.8	-1,856.2
							<b>投资活动产生现金流量</b>	-338.7	-460.6	304.6	-48.2	-65.5
							<b>融资活动产生现金流量</b>	-57.4	-206.5	1,117.1	-921.4	2,112.6
							<b>业绩和估值指标</b>					
							EPS(元)	0.13	0.07	0.11	0.14	0.18
							BVPS(元)	2.34	2.49	2.30	2.45	2.65
							PE(X)	38.9	68.1	45.7	35.4	28.0
							PB(X)	2.1	2.0	2.2	2.0	1.9
							P/FCF	115.8	13.2	-16.9	34.5	33.7
							P/S	1.0	1.2	0.9	0.7	0.6
							EV/EBITDA	22.7	18.9	21.9	15.9	15.6
							CAGR(%)	3.2%	34.4%	-15.0%	3.2%	34.4%
							PEG	12.1	2.0	-3.1	11.0	0.8
							ROIC/WACC	0.7	0.5	0.8	0.7	0.9
							REP	3.0	3.6	2.1	2.5	1.5

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

张龙、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
	章政	021-35082861	zhangzheng@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
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@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
	巢莫雯		

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