

精工钢构 (600496.SH)

竞得行业最高资质，装配式 EPC 能力再强化

成功竞得行业最高等级资质，EPC 业务实力持续增强。公司公告近期通过竞拍获得 2 家企业重整投资人资格，成交价 7857 万元，其中标的公司之一“中程建工”拥有建筑工程总承包特级资质及建筑行业设计甲级资质（均为相关行业最高等级资质）。目前公司正处于由钢结构专业分包商（“乙方的乙方”）向 EPC 总承包商（“甲方的甲方”）转型进程中，持续切入产业链较高价值领域，并有望不断提升产业链话语权，如若受让标的公司股权，取得相关最高资质顺利完成，将有助于公司显著提升重大 EPC 项目承接能力，持续提升市场竞争力及综合盈利能力。

装配式项目单体承接额再创新高，市场认可度不断提升。公司近期公告全资子公司作为牵头单位，与浙大建筑设计研究院联合中标“杭州亚运会棒（垒）球体育文化中心”EPC 总承包项目，中标额 12.4 亿元，占公司 2019 年营业收入的 12%，工期 700 日历天。该项目为 2022 年杭州亚运会重点项目，是公司迄今为止承接规模最大装配式建筑项目，项目装配化率可达 63%，突显公司装配式业务实力。本次装配式项目单体承接额再创新高，反映出公司装配式 EPC（尤其是大型体育场馆类项目）市场竞争力持续提升。年初以来公司装配式相关业务承接订单达 30 亿元，该业务已成为公司增长全新引擎。

装配式建筑浪潮已来，钢结构 EPC 龙头有望加速成长。近年来政策大力推广装配式建筑，在医院、学校等民用建筑领域钢结构渗透率不断提升，推动行业需求较快增长。自 2019 年起住建部大力推动钢结构装配式住宅建设试点工作，有望打开又一广阔蓝海市场。另一方面，2015 年后随着钢价大幅波动、营改增以及环保趋严，部分中小型钢结构企业利润不断压缩而逐渐退出市场，行业供需结构不断改善。公司作为民营钢构工程龙头，有望依托技术、品牌优势在装配式 EPC 领域快速突破，实现规模、盈利的较快增长，并有望带动现金流持续改善。

投资建议：我们预测 20-22 年公司归母净利润分别为 5.0/6.1/7.5 亿元，EPS 分别为 0.28/0.34/0.41 元（19-22 年 CAGR 为 23%），当前股价对应 PE 分别为 13/10/8 倍；如若考虑增发摊薄，则 EPS 分别为 0.23/0.28/0.34 元，当前股价对应 PE 分别为 15/12/10 倍，鉴于公司传统钢结构业务有望受益行业景气度、集中度提升，EPC 及装配式建筑业务有望较快拓展，维持“买入”评级。

风险提示：钢结构行业景气度下行风险、EPC 及装配式建筑业务拓展不及预期风险、重组投资人相关交易引起的潜在风险等。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	8,631	10,235	12,797	15,627	18,916
增长率 yoy（%）	32.1	18.6	25.0	22.1	21.0
归母净利润（百万元）	182	403	500	614	749
增长率 yoy（%）	193.0	122.0	23.9	22.9	22.0
EPS 最新摊薄（元/股）	0.10	0.22	0.28	0.34	0.41
净资产收益率（%）	3.7	7.6	8.7	9.7	10.6
P/E（倍）	34.3	15.4	12.5	10.1	8.3
P/B（倍）	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9

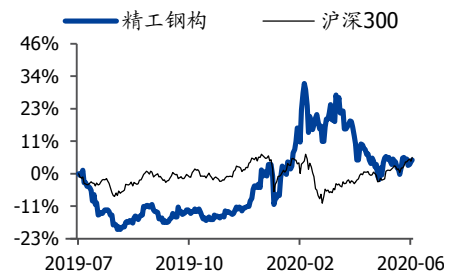
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（维持）

股票信息

行业	专业工程
前次评级	买入
最新收盘价	3.35
总市值(百万元)	6,064.99
总股本(百万股)	1,810.45
其中自由流通股(%)	83.43
30 日日均成交量(百万股)	13.64

股价走势



作者

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

分析师 何亚轩

执业证书编号：S0680518030004

邮箱：heyaxuan@gszq.com

分析师 廖文强

执业证书编号：S0680519070003

邮箱：liaowenqiang@gszq.com

相关研究

- 1、《精工钢构（600496.SH）：Q1 业绩逆势增长，浙江基建加力促加快增长》2020-04-30
- 2、《精工钢构（600496.SH）：盈利质量显著改善，战略转型加速实施》2020-04-18
- 3、《精工钢构（600496.SH）：Q1 业绩增长 10%-30% 超预期，有望受益新旧基建共同发力》2020-03-13



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	10278	10576	14007	15666	19824
现金	1857	2035	2748	3355	4062
应收票据及应收账款	1767	2049	2441	3241	3638
其他应收款	405	373	600	588	850
预付账款	1001	714	1431	1188	1982
存货	5206	5297	6678	7185	9184
其他流动资产	41	109	109	109	109
非流动资产	3036	3189	3161	3125	3094
长期投资	757	810	873	937	1000
固定资产	770	869	832	783	723
无形资产	270	317	308	298	296
其他非流动资产	1238	1192	1147	1107	1074
资产总计	13314	13765	17168	18791	22917
流动负债	7760	8188	11059	12037	15405
短期借款	1688	1442	2083	2331	2657
应付票据及应付账款	4526	5148	6929	7747	9946
其他流动负债	1546	1599	2048	1960	2802
非流动负债	653	294	368	422	456
长期借款	593	30	104	158	192
其他非流动负债	60	264	264	264	264
负债合计	8414	8482	11428	12460	15861
少数股东权益	24	19	18	17	14
股本	1810	1810	1810	1810	1810
资本公积	980	957	957	957	957
留存收益	2016	2398	2850	3413	4083
归属母公司股东权益	4876	5264	5722	6315	7042
负债和股东权益	13314	13765	17168	18791	22917

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-234	546	571	608	710
净利润	181	400	499	612	746
折旧摊销	100	113	99	103	107
财务费用	161	156	204	254	307
投资损失	2	-43	-17	-20	-19
营运资金变动	-742	-194	-214	-341	-430
其他经营现金流	63	113	0	0	0
投资活动现金流	-225	-84	-54	-48	-55
资本支出	162	96	-91	-100	-95
长期投资	-82	-46	-63	-69	-63
其他投资现金流	-145	-34	-208	-216	-214
筹资活动现金流	480	-667	-387	-151	-154
短期借款	255	-247	58	50	120
长期借款	-509	-563	74	54	34
普通股增加	300	0	0	0	0
资本公积增加	648	-24	0	0	0
其他筹资现金流	-214	167	-520	-255	-308
现金净增加额	17	-201	130	410	500

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	8631	10235	12797	15627	18916
营业成本	7451	8681	10837	13170	15877
营业税金及附加	43	46	80	84	100
营业费用	113	146	187	234	284
管理费用	320	363	468	609	757
研发费用	293	402	512	641	794
财务费用	161	156	204	254	307
资产减值损失	69	2	19	16	22
其他收益	9	23	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-2	43	17	20	19
资产处置收益	5	6	0	0	0
营业利润	192	399	507	638	794
营业外收入	15	14	13	12	14
营业外支出	6	5	6	6	6
利润总额	201	408	514	644	802
所得税	20	8	15	32	56
净利润	181	400	499	612	746
少数股东损益	-1	-3	-1	-2	-3
归属母公司净利润	182	403	500	614	749
EBITDA	387	549	650	794	954
EPS (元)	0.10	0.22	0.28	0.34	0.41

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	32.1	18.6	25.0	22.1	21.0
营业利润(%)	135.8	107.7	27.0	25.9	24.5
归属于母公司净利润(%)	193.0	122.0	23.9	22.9	22.0
获利能力					
毛利率(%)	13.7	15.2	15.3	15.7	16.1
净利率(%)	2.1	3.9	3.9	3.9	4.0
ROE(%)	3.7	7.6	8.7	9.7	10.6
ROIC(%)	3.5	5.9	6.5	7.2	7.7
偿债能力					
资产负债率(%)	63.2	61.6	66.6	66.3	69.2
净负债比率(%)	12.3	0.0	-4.7	-8.8	-12.5
流动比率	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
速动比率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	4.7	5.4	5.7	5.5	5.5
应付账款周转率	1.9	1.8	1.8	1.8	1.8
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.10	0.22	0.28	0.34	0.41
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.13	0.30	0.32	0.34	0.39
每股净资产(最新摊薄)	2.69	2.91	3.16	3.49	3.89
估值比率					
P/E	34.3	15.4	12.5	10.1	8.3
P/B	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	17.7	11.4	9.2	7.2	5.6

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

图表 1: 公司逐季新签订单情况 (亿元)

季度	业务累计承接额	同比	传统钢结构订单	同比	装配式及其他订单	同比	技术加盟	同比	单季业务承接额	同比
2016Q2	39.06	56.28%	35.32	41.94%	3.74	3276.30%			21.68	53.17%
2016Q3	54.14	22.56%	50.36	17.70%	3.78	172.34%			15.08	-21.38%
2016Q4	70.04	26.38%	65.83	21.84%	4.21	203.32%			15.89	41.40%
2017Q1	23.12	36.50%	20.25	25.24%	2.87	273.43%			23.12	36.50%
2017Q2	49.9	27.75%							26.78	23.52%
2017Q3	86.26	59.32%	75.35	49.62%	10.9	188.36%			36.36	141.11%
2017Q4	102.43	46.25%	88.67	39.07%	13.76	119.17%			16.17	1.76%
2018Q1	31.08	34.44%	28.13	38.90%	2.95	2.98%			31.08	34.44%
2018Q2	65.71	31.68%							34.63	29.31%
2018Q3	94.4	9.44%	83.63	10.99%	10.77	-1.20%			28.69	-21.09%
2018Q4	122.7	19.79%	105.37	18.83%	17.33	25.94%	1.7	240.00%	28.3	75.02%
2019Q1	50.28	61.78%	50.11	71.67%	0.17				50.28	61.78%
2019Q2	89.56	36.30%							39.28	13.43%
2019Q3	112.24	18.90%							22.68	-20.95%
2019Q4	140.42	14.45%							28.18	-0.42%
2020Q1	39.52	-21.42%	21.1	-57.89%	18.41	12685%			39.52	-21.42%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 2: 公司新签 EPC 订单列表

公告日期	项目名称	金额 (亿元)
2017-09-18	温州肯恩大学学生宿舍二区工程设计施工总承包项目	1.91
2018-04-25	温州市现代冷链物流中心项目南区(装配式建筑)建设工程总承包(EPC)	4.09
2018-11-21	绍兴南部综合交通枢纽建设工程项目	3.21
2018-12-24	绍兴技师学院(筹)(绍兴市职业教育中心)易地新建工程 EPC 总承包项目	6.04
2019-01-10	绍兴国际会展中心一期 B 区工程 EPC 项目	23.50
2020-01-07	新绍兴市体校建设项目 EPC 总承包	3.57
2020-01-07	绍兴市公用事业集团镜湖总部工程、JH-10-07-05 地块及周边道路建设工程 EPC 总承包	3.28
2020-03-24	绍兴市妇幼保健院(绍兴市儿童医院)建设项目	11.28
2020-06-30	杭州亚运会棒(垒)球体育文化中心项目 EPC 总承包	12.40
	合计	69.28

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com