

新老业务齐发力，喜提十年来最高业绩增速

——精工钢构（600496）2018 半年报点评

2018 年 08 月 27 日

推荐/首次

精工钢构

财报点评

郑闵钢

分析师

执业证书编号：S1480510120012

zhengmgdxs@hotmail.com

010-66554031

事件：

公司于 2018.8.24 发布 2018 半年报。2018 年上半年公司实现营业收入 38.95 亿元，同比增加 28.44%；实现归母净利润 1.19 亿元，同比增加 114.05%；实现扣非归母净利润 1.06 亿，同比增加 492.18%。其中 Q2 实现营业收入 17.67 亿，同增 5.8%；实现归母净利润 0.94 亿，同增 176.36%。

表 1：公司分季度财务数据

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	2117.15	1362.64	1670.05	1609.23	1890.86	2128.25	1766.85
增长率（%）	-1.11%	-2.03%	37.91%	19.05%	-10.69%	56.19%	5.80%
毛利率（%）	12.36%	12.08%	7.98%	11.11%	14.60%	10.66%	13.62%
期间费用率（%）	7.33%	10.81%	9.19%	10.13%	9.80%	9.10%	8.88%
营业利润率（%）	-1.20%	1.84%	2.40%	-1.98%	2.55%	1.85%	5.52%
净利润（百万元）	-26.13	21.92	33.90	9.88	-3.51	25.38	93.59
增长率（%）	-49.16%	-34.78%	-44.12%	-76.26%	-86.57%	15.74%	176.08%
每股盈利（季度，元）	-0.02	0.01	0.02	0.00	-0.00	0.02	0.05
资产负债率（%）	64.60%	62.13%	62.98%	63.12%	65.64%	64.28%	60.13%
净资产收益率（%）	-0.69%	0.58%	0.89%	0.26%	-0.09%	0.64%	1.86%
总资产收益率（%）	-0.25%	0.22%	0.33%	0.10%	-0.03%	0.23%	0.74%

资料来源：公司公告、东兴证券

观点：

1. 营收利润增速均创十年来之最，龙头将持续受益钢结构市场爆发式发展

- ◆ **业绩高速增长。**2018 年上半年公司实现营收 38.95 亿，YOY+28.44%，归母净利润 1.19 亿元，YOY+114.05%，扣非 1.06 亿，YOY+492.18%，均为 2009 年以来最高增速，主要得益于公司订单承接持续增长、新技术业务模式发展及钢价波动影响减弱；
- ◆ **钢结构企业迎爆发式市场发展机遇。**我国建筑用钢量占全国粗钢产量的比例一直在 4%-6% 浮动，钢结构产值占建筑总产值的比例仅为 2%-3%，远落后于主要发达国家 50% 以上的比重。《钢铁工业调整升级规划（2016-2020 年）》指出，目标到 2020 年钢结构用钢占建筑用钢比例从 2015 年的 10% 提升到 25% 以上；加快钢结构建筑推广应用，力争钢结构用钢量由目前的 5,000 万吨增加到 1 亿吨以上。据此结合“十三五”末装配式建筑目标比例 15%，我们判断 2018-2020 装配式建筑市场 CAGR 在 35% 以上，而

其中钢结构市场 CAGR 则可能高达 80%以上，钢结构企业显著受益市场发展，截至 8.25 有 3 家钢结构上市公司公告中报，归母净利润同比增速平均值高达 48%，另有 3 家预告归母净利润增速平均区间在 43%-78%；

- ◆ **公司作为钢结构龙头将率先受益市场发展。**公司承建了鸟巢、上海环球金融中心、广州塔等多个地标性建筑，建筑钢结构产值连续 6 年位居行业第一，入选住建部首批装配式建筑产业基地名单，是毋庸置疑之行业龙头。报告期内，公司持续夯实业务基本面，在工业建筑、公共建筑等强项领域顺利深化高端路线，并于集成建筑领域取得重大突破，在这三大领域新承接业务分别同增 35.98%、127.46%和 1287.88%。

2. 看好新兴技术加盟业务大幅提升盈利水平

- ◆ **技术加盟业务利好业绩增长和业务结构优化。**国家大力推广钢结构市场，使钢结构龙头的技术加盟业务成为风口业务。以业务龙头杭萧钢构为例，该项业务占比从 2014 年逐年攀升至 2017 年的 28%，约贡献了当年 74%的毛利，带动公司利润持续高增速，并显著拉开与其他同业公司盈利水平差距。此外，该业务由于收取一次性资源使用费，有利于改善公司现金流；
- ◆ **公司开始拓展技术加盟业务并取得良好进展。**继杭萧钢构，公司也进军技术加盟市场并成为其中佼佼者，于 2017.9 和 2018.1 先后签约两单，分别收取资源使用费 5000 万/6000 万，有力推动了当期利润增长，且收费水平高于杭萧钢构；
- ◆ **未来市场空间仍然辽阔，公司作为行业龙头有实力抢占市场份额。**按“一次性 3,500 万+后续 5 元/建筑平方”的常见资源使用收费标准，估算全国 334 个全国地级市的一次性资源使用费市场容量在 200 亿以上，空间仍然辽阔。合作方普遍更看重成熟的、拥有丰富市场化实践经验积累的技术体系，公司作为行业领军企业有望抢占市场份额持续推动业绩增长。

表 2 2012-2017 杭萧钢构营收、利润增速及技术授权业务增长、占比变化

年份	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2017.1-6	2018.1-6
营收/亿	30.4	39.7	39.3	37.9	43.4	46.3	21.3	/
营收增速	-15%	31%	-1%	-4%	15%	7%	25%	/
归母净利润/亿	-1.2	0.4	0.6	1.2	4.5	7.7	3.6%	/
归母净利润增速	-263%	139%	33%	103%	272%	71%	62%	/
整体毛利	3.8	5.6	6.6	8.9	12.6	15.4	7.0	/
整体毛利率	12%	14%	17%	24%	29%	33%	33%	/
技术授权签约数量	/	/	1	9	29	36	17	16
技术授权收入/亿	/	/	0.4	3.1	9.8	13.1	6.1	5.9
技术授权收入占比	/	/	1%	8%	23%	28%	29%	/

*技术授权毛利率估算	/	/	88%	88%	90%	87%	87%	88%
技术授权毛利估算/亿	/	/	0.4	2.7	8.8	11.4	5.3	5.2
技术授权毛利占比估算	/	/	5%	30%	70%	74%	76%	/

*2017 之前技术授权业务归入其他业务，毛利率根据其他业务毛利率估算

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

表 3 技术加盟市场容量估算

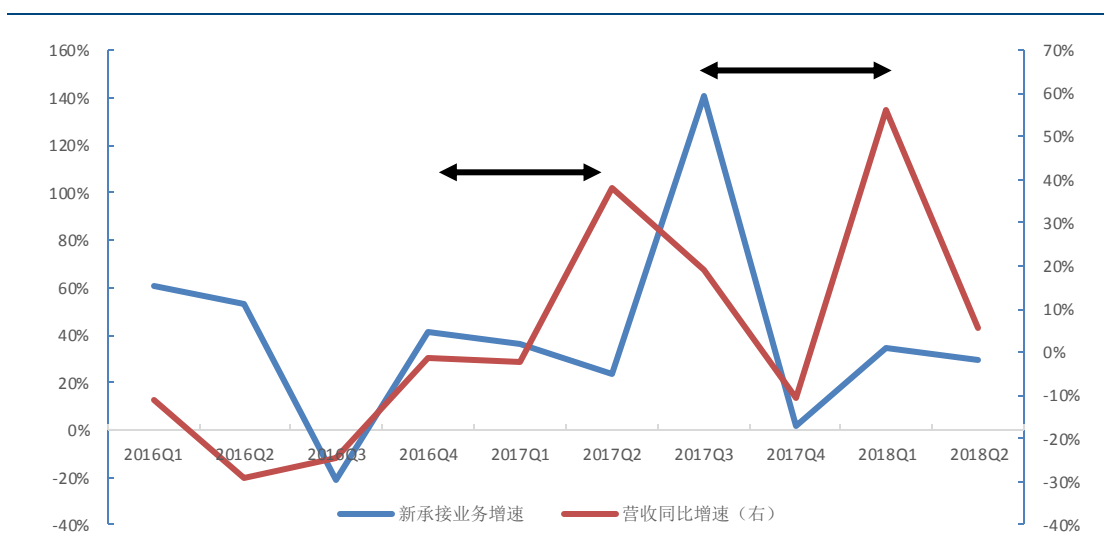
城市类型	城市数量比例估算	合作方数量上限	合作方数量估算
省会级城市	15%	5	251
积极城市	30%	2	200
推进城市	40%	1	134
不推进城市	15%	0	0
合作方数量合计		585	
收费标准	“一次性 3500 万（+后续 5 元/建筑平方）”		
一次性市场容量/亿		205	

资料来源：Wind、东兴证券研究所

3. 看好传统钢结构业务下半年业绩释放再加速

- ◆ **从细分业务分布来看，公司钢结构项目释放业绩周期较快。**公司中报未披露细分业务收入情况，据 2017 年数据，公司钢结构业务以轻钢结构为主，当期轻钢结构/多高层钢结构/空间大跨度钢结构营收占比分别为 58%/24%/14%。钢结构项目较一般工程项目建设周期更短，多高层（重钢）结构主体结构部分工期一般 8-12 个月，轻钢结构则一般仅 3-6 个月。对比 2016-2018H1 新承接业务及当期营收两项指标的同比增速可发现存在 6 个月左右的滞后；
- ◆ **下半年钢结构业务收入有望维持高增速。**受益于钢结构市场持续迅猛增长，公司在手订单充沛，2017 年新签业务占当期收入比为 1.6 倍，2018 年以来接单速度维持高位，2018Q1/Q2 新承接业务 65.7 亿，同比增速分别高达 34%/29%，整体占当期收入比为 1.7 倍，同增 32%，较去年同期增速又提升了近 4 个百分点，**基于对钢结构项目释放业绩周期的判断，我们认为下半年钢结构业务收入将提速，推动整体业绩更上一层楼。**按新承接钢结构业务占比 90%、钢结构业务营收占比 98%、项目释放业绩周期一年建立粗略测算模型，初步判断 2018 钢结构业务收入同增 30%，带动公司整体营收同增 30.9%。

图 12016-2018H1 新承接业务与当期营收增速变化



资料来源：Wind、东兴证券研究所

表 4 2018 钢结构业务营收估算模型/亿

指标	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3E	2018Q4E
新承接业务	23.12	26.78	36.36	16.17	31.08	34.63	42.86	21.43
模型估算营收	14.58	15.66	18.30	20.46	21.28	22.86	24.30	25.47
实际营收	13.63	16.70	16.09	18.91	21.28	17.67	21.13	22.15
调整比例	7%	-6%	14%	8%	0%	29%	15%	15%

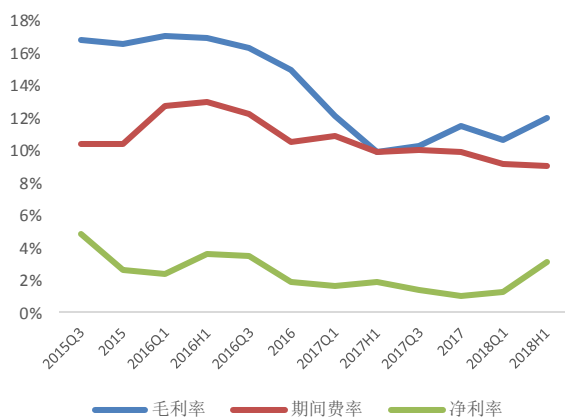
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

4. 盈利水平提升，预计2018钢价上涨幅度有限，利好公司利润表现

- ◆ **毛利率提升而期间费率下降，整体盈利水平显著提高。**报告期内毛利率为 12%，较 2017H1/2017 分别提高 2.2 个/0.5 个 pct。销售/管理/财务费率分别为 1.5%/5.4%/2.2%，分别同减 0.6/0.3/0 个 pct。合计期间费率 9%，较 2017H1/2017 全年均下降 0.9 个 pct。所得税率 14.7%较 2017H1/2017 全年分别下降 0.1 个/9 个 pct。净利率 3.06%，较 2017H1/2017 分别增加 1.2/2.1 个 pct，提升显著；
- ◆ **收付现比同步下降，开展业务致经营性和投资性现金流出加大，定增后现金充沛：**报告期内公司收付现比分别为 88.9%/90.9%，分别同减 9.9 个/5.5 个 pct，较 2017 全年分别下降 19.2 个/25.1 个 pct。经营性及投资性现金流金额分别为-3 亿/-1 亿，较去年同期的-1.3 亿/-0.1 亿流出加大，系开展业务和对外投资所致。公司于 2018.4 定增募集资金 9.47 亿，其中 3 亿用于新增注册资本及实收股本，剩余 6.47 亿计入资本公积，因此融资性现金流净额 8.9 亿较去年同期-2.4 亿大幅增加。
- ◆ **预计 2018 钢材价格上涨幅度有限，成本端利好钢结构企业利润表现：**2016-2017 钢材价格上涨是掣肘钢结构企业利润的重要因素。以杭萧钢构为例，2016、2017 钢结构产/销量基本持平，分别为 38.27/38.96 万吨和 38.87/38.73 万吨，2017 多高层钢结构成本构成中材料费用为 9.66 亿，涨幅 75%，经测算钢结构材料费用增加部分使公司毛利率从 44.8%降低 9.4 个百分点到 35.4%。预计 2018 钢材市场在经历过去 2 年去产能后，整体供给、需求两端总体保持同步小幅增长，钢材价格稳中有升，上涨幅度有限，利好钢结构企业利润表现。

图 2 2015Q3-2018H1 毛利率/期间费率/净利率变化

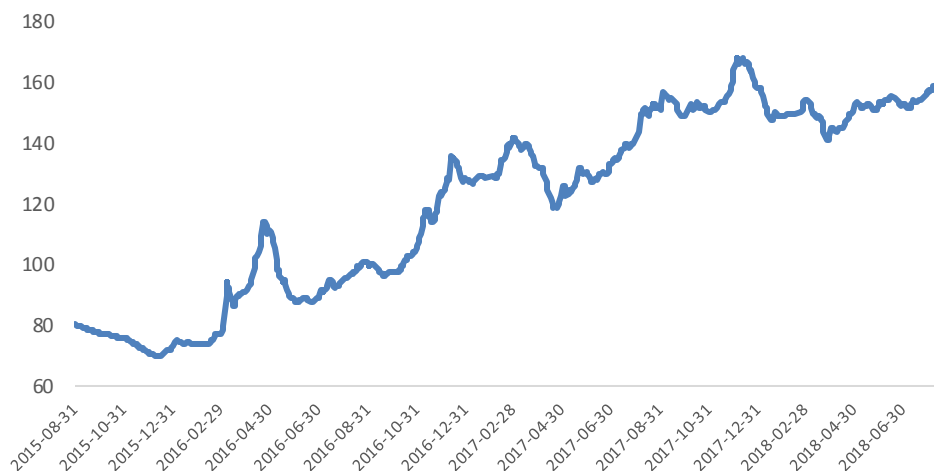
图 3 2015Q3-2018H1 收付现比变化



资料来源：Wind、东兴证券研究所



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 5 2015.8-2018.8Myspic 钢价指数变化


资料来源：Wind、东兴证券研究所

结论：

报告期内,公司营收/归母净利润/扣非同增 28%/114%/492%均为近 10 年之最。毛利率提升而期间费率下降,整体盈利水平显著提升。收付现比同步下降,开展业务致经营性和投资性现金流出加大,定增后现金充沛。我们认为钢结构企业迎市场爆发式发展机遇,业绩普遍靓丽,而公司作为钢结构龙头将率先受益市场发展。看好新兴技术加盟业务大幅提升盈利水平、公司作为行业龙头有实力抢占市场份额;看好传统钢结构业务拿单速度维持高位、下半年业绩释放再加速、全年收入同增 30%,带动公司整体营收同增 30.9%;判断 2018 钢价上涨幅度有限利好公司利润表现。预计公司 2018 年-2020 年营业收入分别为 85.54 亿元、116.1 亿元和 156.82 亿元;每股收益分别为 0.13 元、0.21 元和 0.28 元,对应 PE 分别为 22.8X、14.4X 和 10.8X,首次覆盖,给予“推荐”评级。

风险提示：宏观经济波动风险、钢价波动风险、市场竞争风险

表 3：公司财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	6,070.76	6,532.78	8,553.72	11,610.48	15,681.74
增长率（%）	-15.75%	7.61%	30.94%	35.74%	35.07%
净利润（百万元）	109.76	62.19	240.85	380.31	509.21
增长率（%）	-42.71%	-43.34%	287.26%	57.90%	33.89%
净资产收益率（%）	2.91%	1.56%	5.41%	9.21%	13.66%
每股收益(元)	0.07	0.04	0.13	0.21	0.28
PE	41.79	75.75	22.79	14.43	10.78
PB	1.22	1.15	1.23	1.33	1.47

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

表 3：公司盈利预测表

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元		
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	7694	8357	10766	14629	19671	营业收入	6071	6533	8554	11610	15682
货币资金	1231	1238	1221	2202	2907	营业成本	5164	5780	7416	9977	13392
应收账款	1581	1819	2331	3187	4294	营业税金及附加	59	38	61	86	109
其他应收款	235	298	596	376	508	营业费用	139	140	171	240	319
预付款项	292	371	525	642	848	管理费用	372	361	499	659	902
存货	4200	4510	5869	7859	10565	财务费用	129	148	95	165	300
其他流动资产	19	48	91	174	327	资产减值损失	82.80	58.44	29.22	14.61	21.92
非流动资产合计	2953	3197	3162	3142	3118	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	295	718	754	791	831	投资净收益	3.22	21.87	21.87	21.87	21.87
固定资产	832	769	733	698	665	营业利润	129	81	304	490	659
无形资产	278	272	245	217	190	营业外收入	16.96	5.88	17.66	13.50	12.35
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	5.21	5.82	6.72	5.92	6.15
资产总计	10647	11554	13928	17771	22790	利润总额	140	82	315	497	665
流动负债合计	6037	6421	8188	12133	17371	所得税	31	19	74	117	156
短期借款	1087	1433	2061	3923	6844	净利润	110	62	241	380	509
应付账款	2586	2517	3297	4550	5938	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	692	923	1099	1424	1805	归属母公司净利润	110	62	241	380	509
一年内到期的非流	300	180	0	0	0	EBITDA	610	510	462	717	1022
非流动负债合计	841	1163	1285	1507	1689	EPS(元)	0.07	0.04	0.13	0.21	0.28
长期借款	183	122	122	122	121	主要财务比率					
应付债券	596	981	981	981	981		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	6878	7584	9473	13640	19060	成长能力					
少数股东权益	8	4	4	4	5	营业收入增长	-15.75%	7.61%	30.94%	35.74%	35.07%
实收资本(或股本)	1510	1510	1810	1810	1810	营业利润增长	-30.46%	-36.66%	273.62%	60.87%	34.52%
资本公积	332	332	980	980	980	归属于母公司净利润	-42.81%	-43.40%	288.05%	57.94%	33.91%
未分配利润	1663	1696	1147	206	-1090	获利能力					
归属母公司股东权	3762	3966	4451	4127	3725	毛利率(%)	14.94%	11.52%	13.30%	14.07%	14.60%
负债和所有者权益	10647	11554	13928	17771	22790	净利率(%)	1.81%	0.95%	2.82%	3.28%	3.25%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润(%)	1.50%	1.03%	0.54%	1.73%	2.14%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	2.91%	1.56%	5.41%	9.21%	13.66%
经营活动现金流	844	-568	-712	-201	-1146	偿债能力					
净利润	110	62	241	380	509	资产负债率(%)	65%	66%	68%	77%	84%
折旧摊销	353	280	-	63	63	流动比率	1.27	1.30	1.31	1.21	1.13
财务费用	129	148	95	165	300	速动比率	0.58	0.60	0.60	0.56	0.52
应付帐款的变化	0	0	-511	-856	-1107	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	177	325	381	总资产周转率	0.58	0.59	0.67	0.73	0.77
投资活动现金流	-461	-112	-43	-31	-42	应收账款周转率	3	4	4	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	2.39	2.56	2.94	2.96	2.99
长期股权投资减少	0	0	-36	-38	-40	每股指标(元)					
投资收益	3	22	22	22	22	每股收益(最新摊薄)	0.07	0.04	0.13	0.21	0.28
筹资活动现金流	-206	425	1030	1215	1893	每股净现金流(最新摊	0.12	-0.17	0.15	0.54	0.39
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	2.49	2.63	2.46	2.28	2.06
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	300	0	0	P/E	41.79	75.75	22.79	14.43	10.78
资本公积增加	6	0	648	0	0	P/B	1.22	1.15	1.23	1.33	1.47
现金净增加额	177	-254	275	982	705	EV/EBITDA	9.03	11.88	16.07	11.58	10.30

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。