

盈利水平提升、现金流改善，订单提速有力支撑业绩

——富煌钢构（002743）2018 半年报点评

2018 年 08 月 30 日

推荐/首次

富煌钢构

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 2018.8.29 发布 2018 半年报。2018 年上半年公司实现营业收入 14.32 亿元，同比增加 9.6%；实现归母净利润 0.43 亿元，同比增加 42.43%；实现扣非归母净利润 0.42 亿，同比增加 43.91%。其中 Q2 实现营业收入 7.47 亿，同减 9.18%；实现归母净利润 0.33 亿，同增 41.17%。

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）	777.47	483.52	823	622.21	884.21	684.51	747.45
增长率（%）	61.79%	1.25%	68.75%	-2.59%	13.73%	41.57%	-9.18%
毛利率（%）	20.62%	9.88%	11.83%	9.22%	20.44%	8.05%	13.84%
期间费用率（%）	9.75%	10.15%	7.54%	5.37%	12.27%	7.62%	7.89%
营业利润率（%）	0.48%	1.57%	3.58%	4.42%	1.68%	1.78%	5.29%
净利润（百万元）	4.57	7.38	24.11	22.83	17.42	10.55	33.58
增长率（%）	-35.42%	12.27%	-02.47%	51.10%	280.68%	42.96%	39.28%
每股盈利（季度，元）	0.01	0.02	0.07	0.07	0.05	0.03	0.10
资产负债率（%）	64.34%	61.89%	64.70%	65.18%	66.21%	66.12%	67.08%
净资产收益率（%）	0.24%	0.36%	1.19%	1.11%	0.86%	0.52%	1.63%
总资产收益率（%）	0.08%	0.14%	0.42%	0.39%	0.29%	0.18%	0.54%

资料来源：公司公告、东兴证券

观点：

1. 利润高增长符合预期。钢结构市场景气度推动新签订单提速，在手订单充沛将推动收入加速增长

- ◆ **利润高增长符合预期，二季度拖累整体营收增速。**2018 年上半年公司实现营收 14.32 亿，YOY+9.6%，归母净利润 0.43 亿元，YOY+42.43%，业绩增长原因系公司不断开拓新老市场、新签合同订单额持续增加。其中利润增速较去年同期增加 44 个 pct、提速明显、符合预期，营收增速较 2017H1/2017 分别下降 25.6 个/8.5 个 pct，其中二季度营收同减 9.2%拖累整体；
- ◆ **受益市场景气度，在手订单高增长。**公司具有房屋建筑施工总承包特级资质，是我国钢结构行业中能够承建各类建筑钢结构、桥梁钢结构、电厂钢结构及大跨度空间机构设计、制造与安装的骨干型企业。受益钢结构市场迅猛发展，2017/2018H1 新签合同分别为 50.3 亿/23.9 亿，同增 46%/42%，对应当期收入比为 1.8 倍/1.7 倍，报告期末在手未完工订单 51.7 亿对应 2017 全年收入 1.8 倍。**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, 轻型钢结构则一般仅 3-6 个月。二季度新签 19.2 亿同比增速高达 79%, 同比/环比分别增加 50 个/43 个 pct, 有望于下半年充分释放业绩推动收入增速;

◆ **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。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 8.29 有 6 家钢结构上市公司公告中报, 营收和归母同比中枢分别高达 35%/82%, 业绩靓丽验证行业景气度;**

2. 钢结构业务拖累整体毛利率, 期间费率和税率下降致整体盈利水平提升。收付现比此长彼消改善经营现金流, 投融资减少致现金流相应变化。预计 2018 钢价上涨幅度有限, 利好公司利润表现

◆ **钢结构业务毛利率下滑, 期间费率和税率下降致整体盈利水平提升。**报告期内毛利率为 11.08% 与上年基本持平, 钢结构产品和土建毛利率为 11.41%/14.66% 分别同减 1.9 个/2 个 pct, 门窗及其他产品毛利率 10.83% 同增 2.9 个 pct, 这三项主营业务合计毛利率 12.05% 同减 0.6 个 pct。销售/管理/财务费率分别为 0.89%/4.26%/2.61%, 分别变化 -0.2/0.7/-1.2 个 pct, 判断其中管理费率增加系业务规模扩大和装配式建筑研发投入加大, 本期研发投入 1400 万同增 115%。合计期间费率 7.77%, 较 2017H1/2017 全年分别下降 0.8 个/1.2 个 pct。所得税率 14.7% 同减 2.8 个 pct, 净利率 3.08% 较 2017H1/2017 全年分别提升 0.7 个/0.5 个 pct, 整体盈利水平略有提升;

◆ **收付现比此长彼消改善经营现金流, 投融资减少致现金流相应变化。**报告期内收现比 88.76%, 较 2017H1/2017 全年分别提升 14.7 个/4.3 个 pct, 付现比 100.2% 较 2017H1/2017 全年分别下降 6.2 个/20.8 个 pct, 致经营性现金流净额 541 万较上年同期 -3.18 亿大大改善。投资性现金流净额 -0.99 亿较上年同期 -2.8 亿流出减少, 系购建固定资产、对外投资适当减少。融资活动减少致融资性现金流净额 0.52 亿较上年同期 3.12 亿大幅减少。

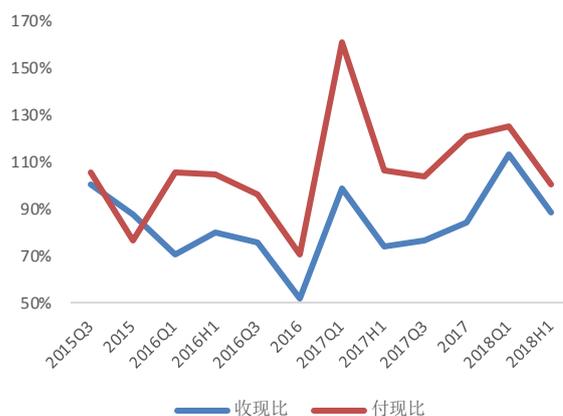
◆ **预计 2018 钢材价格上涨幅度有限, 成本端利好钢结构企业利润表现:** 2016-2017 钢材价格上涨是掣肘钢结构企业利润的重要因素。以杭萧钢构为例, 2016、2017 钢结构产/销量基本持平, 分别为 38.27/38.96 万吨和 38.87/38.73 万吨, 2017 多高层钢结构成本构成中材料费用为 9.66 亿, 涨幅 75%, 经测算钢结构材料费用增加部分使公司毛利率从 44.8% 降低 9.4 个百分点到 35.4%。预计 2018 钢材市场在经历过去年去产能后, 整体供给、需求两端总体保持同步小幅增长, 钢材价格稳中有升, 上涨幅度有限, 利好钢结构企业利润表现。

图 1 2015Q3-2018H1 毛利率/期间费率/净利率变化



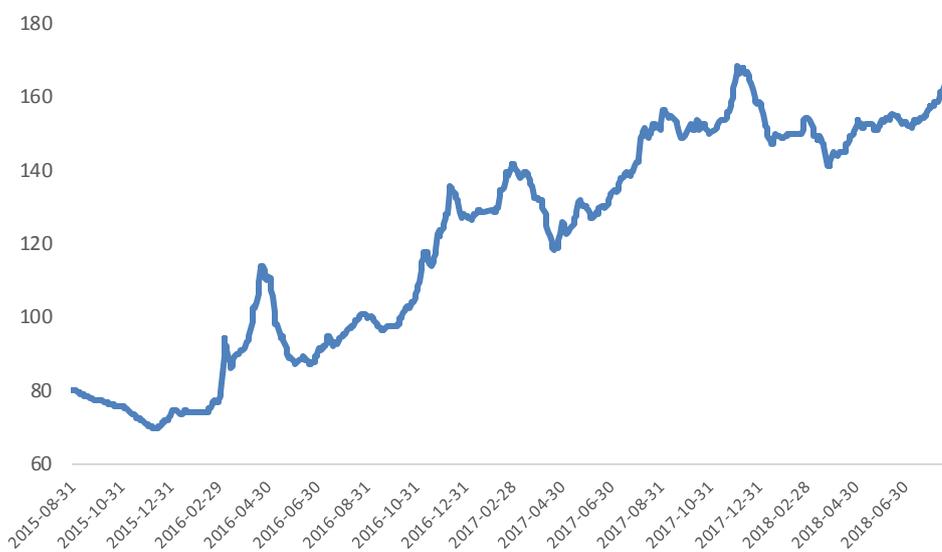
资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 2 2015Q3-2018H1 收付现比变化



资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 3 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, 公司利润高增长符合预期, 二季度拖累整体营收增速。钢结构业务拖累整体毛利率, 期间费率和税率下降致整体盈利水平提升。收付现比此长彼消改善经营现金流, 投融资减少致现金流相应变化。受益市场景气度, 二季度新签订单提速, 在手订单充沛有力支撑业绩。我们预计 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 34.35 亿元、42.34 亿元和 53.99 亿元; 每股收益分别为 0.3 元、0.38 元和 0.43 元, 对应 PE 分别为 21.8X、17.4X 和 15.4X, 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、募投项目产能消化风险

表 2: 公司财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	2,381.50	2,812.93	3,435.10	4,234.01	5,399.06
增长率 (%)	59.32%	18.12%	22.12%	23.26%	27.52%
净利润 (百万元)	50.98	71.73	104.21	130.24	147.18
增长率 (%)	61.70%	40.72%	45.27%	24.98%	13.01%
净资产收益率 (%)	2.62%	3.54%	5.25%	6.93%	8.30%
每股收益(元)	0.18	0.21	0.30	0.38	0.43
PE	36.94	31.67	21.83	17.38	15.38
PB	1.15	1.13	1.15	1.21	1.28

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	4349	4021	4873	6216	7623	营业收入	2382	2813	3435	4234	5399
货币资金	1154	555	646	1058	1080	营业成本	2074	2430	2986	3677	4686
应收账款	1287	1417	1772	2167	2771	营业税金及附加	13	10	14	18	22
其他应收款	109	72	75	79	83	营业费用	31	33	45	51	65
预付款项	18	71	108	149	219	管理费用	85	105	141	152	189
存货	1699	1309	1595	1970	2508	财务费用	68	115	90	147	230
其他流动资产	21	71	100	149	236	资产减值损失	53.37	45.65	45.65	45.65	45.65
非流动资产合计	1068	1964	2420	2895	3465	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.00	0.16	0.16	0.16	0.16
固定资产	458	777	1,153	1,610	2,163	营业利润	57	79	114	144	162
无形资产	180	192	173	154	134	营业外收入	3.42	0.26	2.23	1.97	1.49
其他非流动资产	81	103	103	103	103	营业外支出	2.54	0.11	1.02	1.22	0.78
资产总计	5417	5986	7293	9111	11088	利润总额	58	80	116	144	163
流动负债合计	2499	2842	3976	5720	7619	所得税	7	8	11	14	16
短期借款	530	965	1385	2808	4103	净利润	51	72	104	130	147
应付账款	774	818	1027	1250	1599	少数股东损益	1	2	2	1	1
预收款项	40	51	71	93	122	归属母公司净利润	50	70	103	129	146
一年内到期的非流	38	236	236	170	214	EBITDA	379	427	268	359	465
非流动负债合计	986	1121	1323	1489	1672	EPS (元)	0.18	0.21	0.30	0.38	0.43
长期借款	980	1114	1314	1481	1665	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	3485	3963	5299	7210	9291	成长能力					
少数股东权益	11	38	39	41	42	营业收入增长	59.32%	18.12%	22.12%	23.26%	27.52%
实收资本(或股本)	332	337	337	337	337	营业利润增长	76.57%	39.86%	44.02%	25.65%	13.10%
资本公积	1160	1204	1204	1204	1204	归属于母公司净利润	63.44%	39.41%	46.24%	25.64%	12.97%
未分配利润	382	436	270	65	-163	获利能力					
归属母公司股东权	1920	1984	1955	1861	1756	毛利率(%)	12.91%	13.62%	13.08%	13.15%	13.21%
负债和所有者权益	5417	5986	7293	9111	11088	净利率(%)	2.14%	2.55%	3.03%	3.08%	2.73%
现金流量表						单位: 百万元					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	总资产净利润(%)	1.50%	0.93%	1.17%	1.41%	1.42%
						ROE(%)	2.62%	3.54%	5.25%	6.93%	8.30%
经营活动现金流	-546	-659	267	-126	-310	偿债能力					
净利润	51	72	104	130	147	资产负债率(%)	64%	66%	73%	79%	84%
折旧摊销	254	233	218	68	73	流动比率	1.74	1.41	1.23	1.09	1.00
财务费用	68	115	90	147	230	速动比率	1.06	0.95	0.82	0.74	0.67
应付账款的变化	-281	-130	-355	-395	-604	营运能力					
预收账款的变化	22	11	20	22	29	总资产周转率	0.54	0.49	0.52	0.52	0.53
投资活动现金流	-297	-447	-380	-606	-712	应收账款周转率	2	2	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	4.39	3.53	3.72	3.72	3.79
长期股权投资减少	0	-833	87	-55	-59	每股指标(元)					
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.18	0.21	0.30	0.38	0.43
筹资活动现金流	1546	717	417	1144	1043	每股净现金流(最新摊)	2.12	-1.15	0.90	1.22	0.06
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	5.79	5.88	5.80	5.52	5.21
长期借款增加	0	0	200	167	184	估值比率					
普通股增加	211	5	0	0	0	P/E	36.94	31.67	21.83	17.38	15.38
资本公积增加	914	44	0	0	0	P/B	1.15	1.13	1.15	1.21	1.28
现金净增加额	702	-388	304	413	22	EV/EBITDA	6.86	9.38	16.89	15.73	15.35

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法律责任。

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。