

钢构龙头订单业绩亮眼，双轮驱动扩张路径清晰

——精工钢构（600496）2018 年报点评

2019 年 04 月 18 日

推荐/维持

精工钢构

财报点评

投资要点：

- **事件：**公司发布 2018 年年度报告，全年实现营收 86.31 亿，同增 32.11%，实现归母净利润 1.82 亿，同增 192.98%，实现扣非 1.53 亿，同增 1172%；
- **装配式建筑实施推动钢结构行业快速发展，公司作为钢构龙头率先受益。**我们认为未来两年装配式建筑将全面实施（产业升级和节能环保两大诉求推动，2018 年政策逐步落实到市级层面，按全国/各省规划加总方法估算 2017-2020CAGR 分别高达 40%/54%），而钢结构将充分受益装配式建筑实施（结构优势显著，成本端改善，技术规范体系相对成熟，受益 PC 监管收紧，低渗透率带来高成长弹性）。钢构龙头有望凭借政策扶持加速扩张抢占未来龙头地位，凭借产能和实践优势反推设计，打造企业未来核心竞争力、加速产业集中。公司拥有房建施工总承包一级和钢结构工程专业承包一级等同业领先资质，入选住建部首批装配式建筑产业基地名单，建筑钢结构产值连续多年位居行业前列，先后承建了鸟巢、上海 IFC、广州塔等多地重大项目，系钢构行业龙头企业，将长期受益行业快速发展；
- **订单提质增量、储备充裕、计划 2019 年再加速，业绩提速增长。**受益装配式浪潮、制造业景气度回升，公司 2017/2018/2019Q1 订单增速分别为 46%/20%/50%，2017-2018 订单对应当期收入比分别达到 1.6 倍/1.4 倍，订单高速增长的同时质量有所提升，2018 订单平均金额达 0.33 亿（YOY+25%）、亿元以上大项目总额达 47 亿（占比 39%）、装配式建筑 17 亿（YOY+169%），2019Q1 新承接绍兴国际会展中心一期 B 区工程 EPC 项目（23.5 亿）创金额新高。公司计划 2019 年力争实现订单 150 亿，对应增速达 22%；订单提质增量推动业绩提速增长，全年营收/归母增速为 32%（+25pp）/193%（+236pp），其中轻钢/重钢/大跨分别实现收入 50 亿（+35%）/20 亿（+31%）/12 亿（+32%），分别占比 58%/24%/14%。此外，公司根据诺派建筑实际经营情况和业务发展预计规划全额计提商誉减值准备约 0.24 亿，对利润造成一定影响；
- **盈利提升、经营现金流流出收窄、负债率下降。**报告期内毛利率 13.67%（+2.2pp），各细分主业毛利率均有提升，其中轻钢毛利率 10.99%（+2.5pp）、重钢毛利率 14.68%（+0.9pp）、大跨毛利率 15.2%（+4pp）、围护毛利率 17.05%（+2.6pp），判断主要系钢价下跌、积极争取开口/半开口合同并在闭口合同中积极协商补差价等，同时业务规模扩大；销售/管理/财务/期间费用率为 1.31%（-0.8pp）/7.1%（+1.6pp）/1.87%（-0.4pp）/10.28%（+0.3pp）；净利率 2.1%（+1.2pp）；收付现比为 103.9%（-4.1pp）/105.64%（-10.4pp），经营现金流净额-2.34 亿，较上年-5.68 亿流出大幅收窄；负债率 63.19%（-2.5pp）；
- **PSC 领衔的五大产品体系领先市场，依托技术优势大举进军 EPC 深化转型。**公司于 2017 年底完成了 PSC 组合体系的研发，该体系是市场主流 PS 和 PC 系统的全新有机结合，市场上只此一家，实现了结构、楼面、墙面和功能各系统均预制装配化、装配化率可提高至 95%，并配套搭建了 ZCloud 信息化管理平台，兼顾了钢结构和混凝土两种结构材料的优点，造价水平等同于 PC 结构而建设周期更短、周转更快，在第十六届中国国际住宅产业暨建筑工业化产品与设备博览会上成功首发。当前形成了拥有自主权益的 PSC 住宅、公寓、学校、医院、办公楼五大产品体系，依托技术领先优势大举进军 EPC 市场，承接了温州市现代冷链物流中心（4.09 亿）、绍兴技师学院（6.04 亿）、绍兴国际会展中心一期（23.5 亿）等多个 EPC 项目；
- **“三大城市群直营 EPC+其他区域专利授权”双轮驱动，扩张路径清晰。**授权业务溢价高、增速快、改善盈利和周转，助力抢占全国份额。公司计划 2020 前在三大城市群设立三大生产基地（绍兴绿筑集成科技产业园生产基地已建成并试投产，河北望都绿色集成产业园生产基地已在建）承揽 EPC 业务（包括上述项目），在其他区域做技术授权辅助扩大市场份额，双轮驱动推动绿色集成业务开展，扩张路径较为清晰。公司凭借技术优势

研究员：郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

研究助理：王翩翩

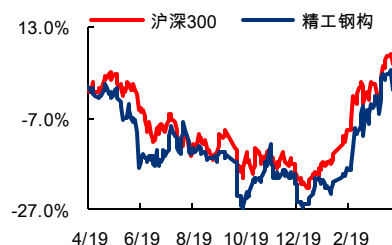
010-66554039

wangpp@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间（元）	3.78-3.45
总市值（亿元）	68.43
流通市值（亿元）	57.09
总股本/流通 A 股（万股）	181045/151045
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	0.76

52 周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《精工钢构（600496）2018 中报点评：新老业务齐发力，喜提十年来最高业绩增速》
2018-08-27

取得授权业务高溢价，一次性资源使用费为 5000-6000 万，高于同业可比的 3500 万水平，2018 年以来已签订 3 单累计 1.7 亿，较 2017 年的 5000 万大幅增长。其中与太原高新合作在山西转型综合改革示范区合作打造绿色科技产业园，该示范区是国务院首批的国家资源型经济转型综合配套改革试验区，投资规模较大，合作方为示范区开发集团直属建设平台公司，强强联合利于公司在区域内进一步推广业务；

- **营销定位精准推动逆周期增长。**在工业建筑领域，公司近年来聚焦政策鼓励的新兴行业客户（高端物流、新能源汽车、环保行业等），并积极与行业龙头建立良好战略合作关系。近 3 年工业建筑 CAGR 达 33%，2018 年新承接工建订单中新兴行业达 47 亿（占比 80%），且公司专设产品研发经理提高客户粘性在行业内亦属少见，报告期内工建订单中老客户订单占比超 50%；在公建领域，公司定位于地标建筑和品牌项目，报告期内承接了公建医院亿元以上项目 14 个、总额达 24 亿，约占公司业务承接总额 20%；
- **盈利预测与投资评级：**预计公司 2019 年-2021 年实现营业收入分别为 107.7 亿元、129.78 亿、149.89 亿元；归母净利润分别为 3.65 亿元、5.18 亿元和 6.85 亿元；EPS 分别为 0.2 元、0.29 元和 0.38 元，对应 PE 分别为 18.7X、13.2X 和 10X。维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1、宏观经济风险；2、材料价格风险；3、市场竞争风险。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	6,532.78	8,630.59	10,770.0	12,977.8	14,989.4
增长率（%）	7.61%	32.11%	24.79%	20.50%	15.50%
净利润（百万元）	62.19	181.15	364.87	517.81	684.56
增长率（%）	-43.34%	191.28%	101.41%	41.92%	32.20%
净资产收益率（%）	1.56%	3.73%	7.58%	10.69%	14.03%
每股收益(元)	0.04	0.11	0.20	0.29	0.38
PE	94.50	34.36	18.72	13.20	9.99
PB	1.44	1.40	1.42	1.41	1.40

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

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				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	8357	10278	11547	13081	16549	营业收入	6533	8631	10770	12978	14989				
货币资金	1238	1857	1606	1000	2683	营业成本	5780	7451	9370	11258	12966				
应收账款	1819	1635	2065	2311	2464	营业税金及附	38	43	54	65	75				
其他应收	298	396	494	596	688	营业费用	140	113	140	169	150				
预付款项	371	1001	1485	2047	2852	管理费用	361	320	625	720	764				
存货	4510	5206	5648	6786	7460	财务费用	148	161	105	109	186				
其他流动	48	41	86	146	177	资产减值损失	58	69	76	84	92				
非流动资产	3197	3036	2944	3073	3209	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00				
长期股权	718	757	833	916	1008	投资净收益	22	(2)	(2)	(3)	(3)				
固定资产	769	769	807	848	890	营业利润	81	192	399	570	754				
无形资产	272	270	281	281	281	营业外收入	6	15	13	11	13				
其他非流	0	0	0	0	0	营业外支出	6	6	6	6	6				
资产总计	11554	13314	14492	16154	19759	利润总额	82	201	406	576	761				
流动负债	6421	7760	8763	10335	13953	所得税	19	20	41	58	76				
短期借款	1433	1688	1688	1688	4008	净利润	62	181	365	518	685				
应付账款	2517	3272	4059	4877	5617	少数股东损益	0	-1	-1	-1	-1				
预收款项	923	1033	923	1235	1539	归属母公司净	62	182	365	518	685				
一年内到	180	120	120	108	97	EBITDA	553	719	580	766	1037				
非流动负	1163	653	881	946	900	EPS（元）	0.04	0.11	0.20	0.29	0.38				
长期借款	122	181	218	261	313	主要财务比率									
应付债券	981	412	663	685	587		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E				
负债合计	7584	8414	9644	11281	14854	成长能力									
少数股东	4	24	23	23	22	营业收入增长	7.61%	32.11%	24.79%	20.50%	15.50%				
实收资本	1510	1810	1810	1810	1810	营业利润增长	-36.66%	135.84%	107.47%	43.05%	32.19%				
资本公积	332	980	980	980	980	归属于母公司	-43.40%	192.98%	101.13%	41.86%	32.17%				
未分配利	1696	1868	1377	636	-172	获利能力									
归属母公	3966	4876	4825	4850	4883	毛利率(%)	10.37%	12.64%	13.00%	13.25%	13.50%				
负债和所	11554	13314	14492	16154	19759	净利率(%)	0.95%	2.10%	3.39%	3.99%	4.57%				
现金流						总资产净利润	7.81%	0.54%	1.36%	2.52%	3.21%				
量表						ROE(%)	1.56%	3.73%	7.58%	10.69%	14.03%				
经营活动	-568	-234	106	239	586	偿债能力									
净利润	62	181	365	518	685	资产负债率(%)	66%	63%	67%	70%	75%				
折旧摊销	323	366	377	379	381	流动比率	1.30	1.32	1.32	1.27	1.19				
财务费用	148	161	105	109	186	速动比率	0.60	0.65	0.67	0.61	0.65				
应收账款	-238	184	-430	-246	-153	营运能力									
预收账款	230	111	-111	312	305	总资产周转率	0.59	0.69	0.77	0.85	0.83				
投资活动	-112	-225	-280	-243	-275	应收账款周转	3.84	5.00	5.82	5.93	6.28				
公允价值	0	0	0	0	0	应付账款周转	2.56	2.98	2.94	2.90	2.86				
长期股权	0	0	-150	-83	-92	每股指标（元）									
投资收益	22	-2	-2	-3	-3	每股收益(最新)	0.04	0.11	0.20	0.29	0.38				
筹资活动	425	480	-203	-563	1388	每股净现金流	-0.17	0.01	-0.21	-0.31	0.94				
应付债券	0	0	251	22	-98	每股净资产(最)	2.63	2.69	2.66	2.68	2.70				
长期借款	0	0	-1	29	14	估值比率									
普通股增	0	300	0	0	0	P/E	94.50	34.36	18.72	13.20	9.99				
资本公积	0	648	0	0	0	P/B	1.44	1.40	1.42	1.41	1.40				
现金净增	-254	21	-378	-567	1699	EV/EBITDA	13.00	10.28	13.67	11.21	8.84				

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

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。

研究助理简介

王翩翩

建筑行业研究员。清华大学土木工程硕士，曾任职于正荣地产、Hilti Group，对建筑产业链具备深入研究和理解，2018 年加入东兴证券研究所，从事建筑行业研究。

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。