

精工钢构 (600496)

公司研究/深度报告

公司走出业绩低谷，转型升级有助盈利持续改善

深度研究报告/建筑

2019 年 04 月 26 日

报告摘要:

● 传统钢构业务精耕细作，核心竞争力不断增强

公司二十年专注钢结构领域，在数百个钢结构项目实施中，成功研发多项自有创新技术体系，技术优势巩固了公司的行业领先地位。公司完成了全国七大生产基地布局，并积极拓展国际六大中心市场，实现了全国钢结构行业排名连续六年第一。钢结构是公司营业收入来源的主要板块，2018 年钢结构主业承接额 105.37 亿元，同比增长 18.83%，钢结构营业收入 84.47 亿元，同比增长 32.10%，占公司营业总收入的 97.87%。工业建筑业务承接额达到 58.82 亿元，在周期下行背景下同比增长 26.69%，承接规模占钢结构业务规模的 55.82%。此外，公司通过承接大型公共及商业建筑业务打造品牌形象，并积极推进二三线城市及海外业务的发展，使其成为业绩新的增长点。

● 借助国家产业政策驱动，实现公司业务转型升级

2016 年以来国家大力支持钢结构发展，为公司业务转型提供政策支持。依托公司在装配式建筑领域的设计、研发、建设、运营及信息化管理能力，实现了 EPC 业务发展多领域突破。为抢抓装配式建筑市场份额，公司采用直营 EPC 和技术加盟双轨模式。直营 EPC 模式业务主要依托于生产基地为半径向外拓展，目前公司已拥有两大生产基地，其中绍兴绿筑集成科技产业园生产基地已经开始试投产，河北望都绿色集成产业园生产基地在建，两大基地未来将有效覆盖长三角、京津冀及雄安等重要地区。2018 年公司通过 EPC 直营模式承接了绿色集成业务 14.83 亿元，较去年增长 163%。技术加盟模式，主要通过公司的技术、品牌、管理输出以轻资产方式打开业务覆盖区域，快速提升市场占有率。2018 年，公司完成 3 单技术授权，合计金额 1.7 亿元，较去年同期增长 240%。

● 公司走出 2017 年业绩谷底，各项财务指标全面回升

2018 年公司营业收入达到了 86.31 亿元，较 2017 年同期上涨 32.11%，绝对值和同比增速均达到历史峰值。2009 至 2018 十年间，公司营业收入规模扩大一倍，年均增速 8.4%。2018 年归母净利润为 1.82 亿元，较 2017 年增长近两倍，回升至 2009 年的净利水平，公司成功走出 2017 年业绩谷底。2018 年公司新增订单金额达到 122.7 亿元，同比 2017 年增长 20%，是 2009 年的 2.5 倍，2017 与 2018 年公司新增订单金额均居于行业领先地位。公司 2018 年销售毛利率为 13.7%，同比下降 3.8%，且略低于同行业上市公司均值。2018 年，随着公司营运能力和盈利能力的提高，总资产周转率和销售净利率迎来向上拐点，且均存在较大幅度回升，公司盈利能力开始改善。2018 年公司净资产收益率为 4.1%，较 2017 年提高 2.5 个百分点，同比增长 156%。

● 钢构行业快速增长，估值仍有上修空间

根据我们钢结构行业深度报告《钢结构建筑方兴未艾，关注钢结构板块投资机会》，行业年均复合增速或有 9-26%。横向看，可比公司 PE 均值为 30.87 倍，而精工钢构 PE 仅为 25.30 倍；可比公司 PB 均值为 1.91，而精工钢构 PB 为 1.33。纵向来看，公司当前市盈率历史分位数为 41%，当前市净率历史分位数为 6%。公司在钢结构以及钢结构装配式建筑板块中处于领先地位，但估值低于行业均值，虽然已经处在合理区间下限，未来仍会有一定上修空间。

推荐

首次评级

当前价格：3.44 元

交易数据

2019-4-25

收盘价 (元)	3.44
近 12 个月最高/最低	3.78/2.6
总股本 (百万股)	1810.45
流通股本 (百万股)	1510.45
流通股比例 (%)	83%
总市值 (亿元)	62.28
流通市值 (亿元)	51.96

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：陶贻功

执业证号：S0100513070009

电话：010-85127892

邮箱：taoyigong@mszq.com

研究助理：王介超

执业证号：S0100117060026

电话：010-85127433

邮箱：wangjiechao@mszq.com

研究助理：刘阳

执业证号：S0100118050012

电话：(8610)85127665

邮箱：liuyang_yjy@mszq.com

● 盈利预测与投资建议

根据公司经营战略,我们认为未来公司在传统钢结构优势业务的同时,建筑EPC等新业务将成为营业收入主要增长动力。预计公司2019-2021年EPS分别为0.21元、0.28元、0.36元,对应当前股价PE分别为16.62倍、12.23倍、9.58倍。首次覆盖,给予推荐的评级。

● 风险提示

上游原材料价格大幅波动,下游需求受政策推进不及预期影响,公司新业务推进不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8,631	10,357	12,117	13,935
增长率(%)	32.1%	20.0%	17.0%	15.0%
归属母公司股东净利润(百万元)	182	375	509	650
增长率(%)	193.0%	106.2%	35.9%	27.6%
每股收益(元)	0.10	0.21	0.28	0.36
PE(现价)	34.27	16.62	12.23	9.58
PB	1.28	1.20	1.09	0.98

资料来源:公司公告、民生证券研究院

目录

一、传统钢构业务精耕细作，核心竞争力不断增强	4
二、借助国家产业政策驱动，实现公司业务转型升级	6
三、公司走出 2017 年业绩谷底，各项财务指标全面回升	8
四、钢构行业快速增长，估值仍有上修空间	12
五、盈利预测与投资建议	13
插图目录	15
表格目录	15

一、传统钢构业务精耕细作，核心竞争力不断增强

公司二十年专注钢结构领域，连续多年处于行业领先地位。公司于 1999 年由中德合资建立，从此进入钢结构领域，主要业务包括钢结构建筑及围护系统的设计、制作、施工和工程服务，是集设计、制作、安装、服务于一体的业务经营模式。公司传统产品体系包括轻型钢结构、多高层重型钢结构与空间大跨度钢结构产品。其中，轻型钢结构建筑包括轻型工业厂房、仓库等的工业建筑体系，多高层重型钢结构包括写字楼、商业用房、民用建筑的商业建筑系统，空间大跨度钢结构产品包括机场航站楼、火车站、文化体育场馆等的公共建筑系统。公司完成了全国七大生产基地布局，并积极拓展国际六大中心市场，实现了全国钢结构行业排名连续六年第一。

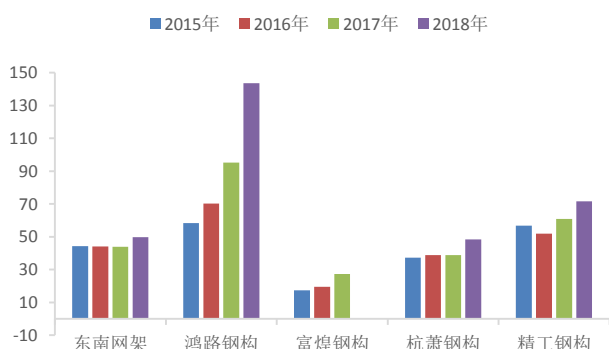
图 1：公司主要发展历程



资料来源：公司官网，民生证券研究院

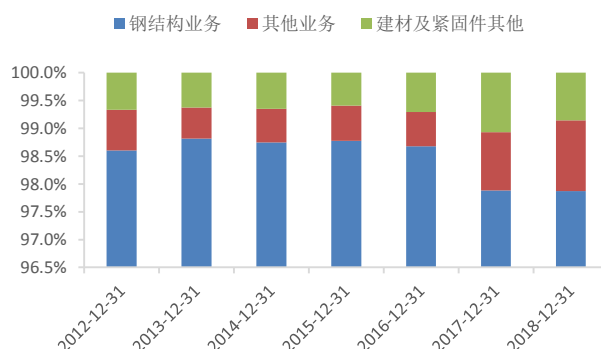
公司钢结构产量板块内居前，业务平均营收占比超过 98%。2018 年，公司钢结构产量 71.61 万吨，同比增长 17.55%。与同行业相比，公司产量仅低于鸿路钢构，板块内居前。钢结构是公司营业收入来源的主要板块，其中 2018 年轻型钢结构产品贡献了近六成营业收入，重型钢结构产品和空间大跨度钢结构产品列于其后，分占 24% 和 14%。公司钢结构主业承接额 105.37 亿元，同比增长 18.83%，钢结构营业收入 84.47 亿元，同比增长 32.10%，占公司营业总收入的 97.87%。此外，随着公司开始推进业务模式升级，装配式建筑业务开始创收，导致其他业务收入的规模与占比有了明显提升。

图 2：2015 年-2018 年钢结构行业产量对比



资料来源：wind，民生证券研究院

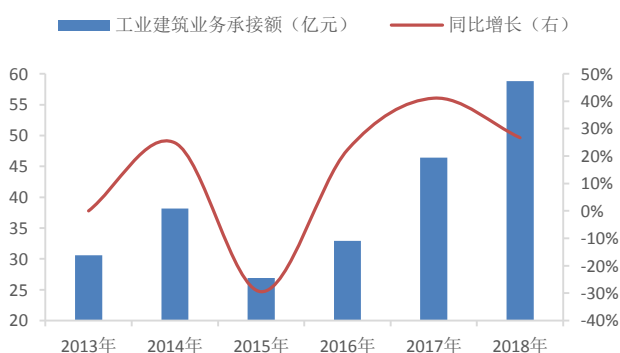
图 3：2012 年-2018 年公司主营业务收入占比



资料来源：wind，民生证券研究院

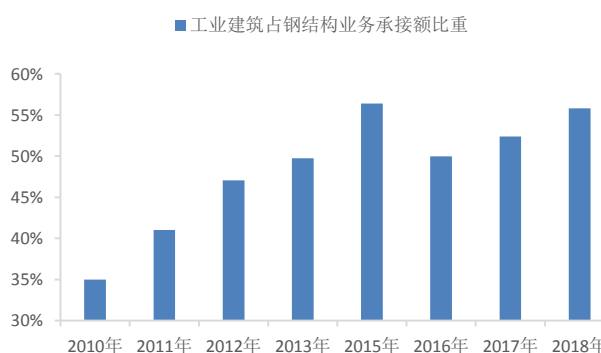
工业建筑板块业务承接额逆周期大幅增长，占比超过钢结构板块 50%。工业建筑主要包括轻型工业厂房、仓库等。2018 年公司工业建筑业务承接额达到 58.82 亿元，同比增长 26.69%。工业建筑承接规模占钢结构业务规模的 55.82%，较 2017 年上升 3.45pct，近 4 年平均占比超过 50%，成为公司主要业务来源。在我国宏观经济缓慢下行的大周期，制造业去产能的中周期背景下，工业建筑易受固定资产投资下降影响。公司提前制定精准定位策略，将工业建筑的目标客户由原来的重型机械、变压器等传统制造行业，调整为政策鼓励的新兴行业，如高端物流、新能源汽车、环保行业等细分领域市场，保证了公司在宏观经济结构调整的大背景下下游建设需求的稳定，从而实现工业建筑业务连续多年的持续增长。

图 4：2013 年-2018 年工业建筑业务承接额



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 5：2010 年-2018 年工业建筑占钢结构业务承接比重



资料来源：公司公告，民生证券研究院（2014 年无数据披露）

凭借公共及商业建筑业务打造品牌形象，积极促进海外业务增长。2018 年，公司共承接公共及商业建筑亿元以上项目 14 个，总金额达 24.15 亿元，占公司业务承接总额的 19.87%，其中包括西安高新区会议中心项目、呼和浩特市文化客厅项目、成都万达水雪乐园项目等地区大型标志性建筑，通过这些超大型项目有限提升了公司品牌形象。从外，公司完善了产品销售网络，实现销售渠道下沉，2018 年二三线及以下城市的业务承接额占公共建筑业务及商业建筑业务总额 84% 以上。在海外业务方面，借助国家一带一路战略，公司与国内多个大总包商达成战略合作，成功开拓了马尔代夫、巴基斯坦等市场，承接了当地地标性大型公共设

施项目。

表 1：2016 年-2018 年公司主要标志性项目

	2016 年	2017 年	2018 年
国内	北京新机场航站楼	杭州萧山国际机场 T1 航站楼改建项目	西安高新区会议中心项目
	内蒙古少数民族群众文化体育运动中心	亚洲基础设施投资银行总部永久办公场所项目	呼和浩特市文化客厅项目
	海南恒大海花岛国际会议中心	深圳国际会展中心	成都万达水雪乐园项目
	长沙滨江国际金融中心	南宁文化艺术中心	成都市高新区体育中心
	中交汇通横琴广场	国家网络安全人才与创新基地展示中心	-
	杭州市滨江区物联网产业孵化器项目	亚洲基础设施投资银行总部永久办公场所项目	-
海外	阿斯塔纳新国际机场	卡塔尔 2022 世界杯两大体育场	马尔代夫维拉纳国际机场项目
	巴哈吉体育场	-	孟加拉 BRAC 大学城项目
	安哥拉国际机场	-	-

资料来源：公司公告，民生证券研究院

凭借完善技术研发体系，公司技术优势得到进一步强化。公司拥有国家认定企业技术中心、院士科研工作站、博士后科研工作站、同济精工钢结构技术研究中心等科研单位，也是首批国家装配式建筑产业基地、上海装配式建筑技术集成工程技术研究中心产品推广基地和浙江省钢结构装配式集成建筑工程技术研究中心，下属 9 家子公司被评定为国家高新技术企业。凭借完善的技术研发体系，公司在数百个钢结构项目实施中，成功研发了大型弯扭构件成套技术、张弦结构施工成套技术、大型开合屋盖成套技术、大型铸钢节点成套应用技术、精工 BIM 技术、BLS 直立缝咬合金属屋面防水技术等多项自有创新技术体系，并能将技术理论在项目实施中高效体现，为公司树立了“高、大、难、特、新”的工程建设品牌形象，为巩固公司的行业龙头地位奠定了坚实的基础。

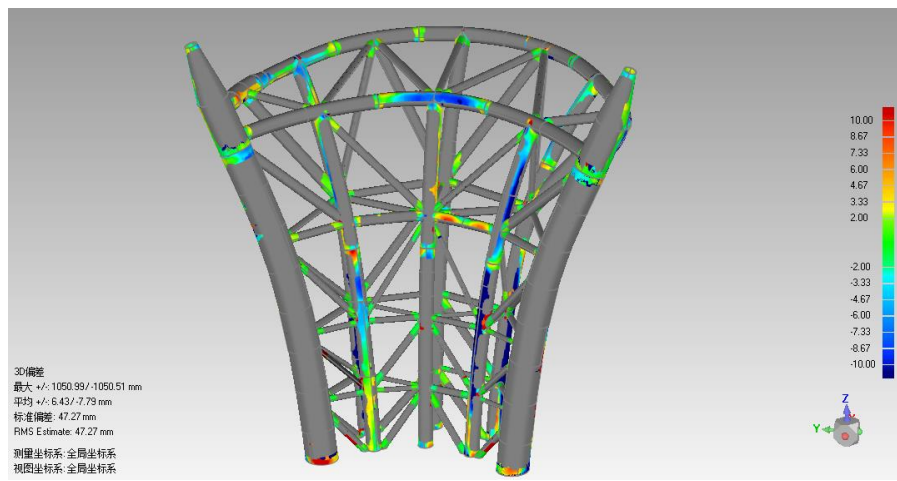
二、借助国家产业政策驱动，实现公司业务转型升级

2016 年以来国家大力支持钢结构发展，为公司业务转型提供政策支持。2016 年，《钢铁业规划》要求加快推动钢结构建筑的推广应用，占建筑用钢比重由 2016 年的 10% 提高到 25% 以上，力争钢结构用钢量由 5000 万吨增加到 1 亿吨以上。2017 年，《“十三五”装配式建筑行动方案》中确定了 2020 年全国装配式建筑占新建建筑的比例要达到 15% 以上，其中重点推进地区达到 20% 以上，积极推进地区达到 15% 以上，鼓励推进地区达到 10% 以上。2019 年 3 月住建部官网发布《关于印发住房和城乡建设部建筑市场监管司 2019 年工作要点的通知》，指出将开展钢结构装配式住宅建设试点，推动试点项目落地，推动建立成熟的钢结构装配式住宅建设体系，住宅应用装配式钢结构将进一步打开行业空间。

依托传统钢结构产品优势，公司 EPC 业务进入跨越式发展阶段。公司深耕钢结构领域多

年，具有扎实的钢结构技术经验，依托公司在装配式建筑领域的设计、研发、建设、运营及信息化管理能力，实现了 EPC 业务发展 3 线突破：以装配式绿色建筑技术为核心的标准建筑领域 EPC，以钢结构空间大跨建筑技术为核心的非标建筑领域 EPC，以预制金属建筑技术为核心的工业建筑 EPC。

图 6：精工 BIM 自主创新研发数字化预拼装技术



资料来源：公司官网，民生证券研究院

公司 EPC 业务有序开展，已承接多个大型项目。公司具有完备的资质认证，同时凭借绿色建筑 PSC 集成建筑体系顺利承接绍兴市政府配套住宅、温州肯恩大学学生公寓、萧山机场公寓楼等项目。通过集成建筑 EPC 技术，顺利承接了多项集成建筑总承包业务。2018 年，公司承接了 4.09 亿元温州市现代冷链物流中心项目、6.04 亿元绍兴技师学院（筹）项目等项目，2019 年初，公司承接了 23.5 亿元绍兴国际会展中心一期 EPC 工程，该项目是公司以 EPC 总承包模式承接的规模最大的集设计、采购、施工为一体的“交钥匙”工程，公司 EPC 转型之路将由此进入跨越发展阶段。

表 2：公司拥有完备资质

房屋建筑工程（钢结构）施工总承包一级资质	钢结构制造企业特级资质
建筑行业建筑工程设计甲级资质	金属门窗专业承包壹级资质
钢结构工程专业承包壹级资质	中国金属维护系统承包商特级资质
钢结构工程专业设计甲级资质	中国钢结构制造企业网架结构专项壹级资质
建筑金属屋（墙）面设计与施工特级资质	新加坡国家钢结构专业加工与安装 SI 资质
日本钢结构 H 等级认证	美国钢结构制造 AISC 认证
中国实验室计量认证（CMA）	中国合格评定国家认可委员会实验室认证
冶金工程建设焊工技术考试委员会	商务部“对外承包工程资质”

资料来源：公司官网，民生证券研究院

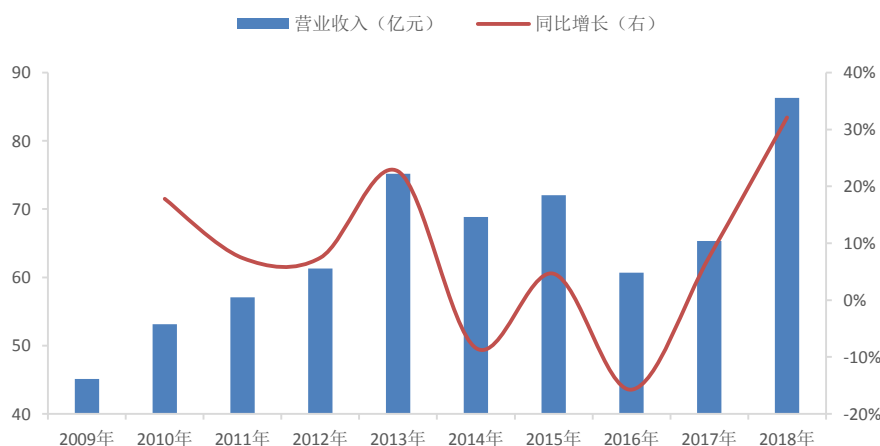
为抢抓装配式建筑市场份额，公司采用直营 EPC 和技术加盟双轨模式。直营 EPC 模式业务主要依托于生产基地为半径向外拓展，目前公司已拥有两大生产基地，其中绍兴绿筑集成科技产业园生产基地已经开始试投产，河北望都绿色集成产业园生产基地在建，两大基地未

来将有效覆盖长三角、京津冀及雄安等重要地区。2018 年公司通过 EPC 直营模式承接了绿色集成业务 14.83 亿元，较去年增长 163%。技术加盟模式，主要通过公司的技术、品牌、管理输出以轻资产方式打开业务覆盖区域，快速提升市场占有率。公司继 2017 年与宁夏城建集团有限公司签署合作协议打开宁夏区域市场后，又与河北省恒热投资控股有限公司、东跃建设有限公司、山西转型综改示范区建设投资开发有限公司等开展技术授权合作，顺利打开了河北秦皇岛市、辽宁盘锦市、山西太原市新的区域布局。2018 年，公司完成 3 单技术授权，合计金额 1.7 亿元，较去年同期增长 240%。

三、公司走出 2017 年业绩谷底，各项财务指标全面回升

2018 年营业收入超 86 亿元，同比增速与绝对值均创历史新高。2018 年公司营业收入达到了 86.31 亿元，较 2017 年同期上涨 32.11%，绝对值和同比增速均达到历史峰值。2009 至 2018 十年间，公司营业收入规模扩大一倍，年均增速 8.4%。营业收入的快速增长主要得益于公司传统钢结构业务的核心竞争优势得到进一步强化，业务模式得到升级。此外，公司还成功开拓工程服务总承包模式（EPC）与全产业链装配式服务。

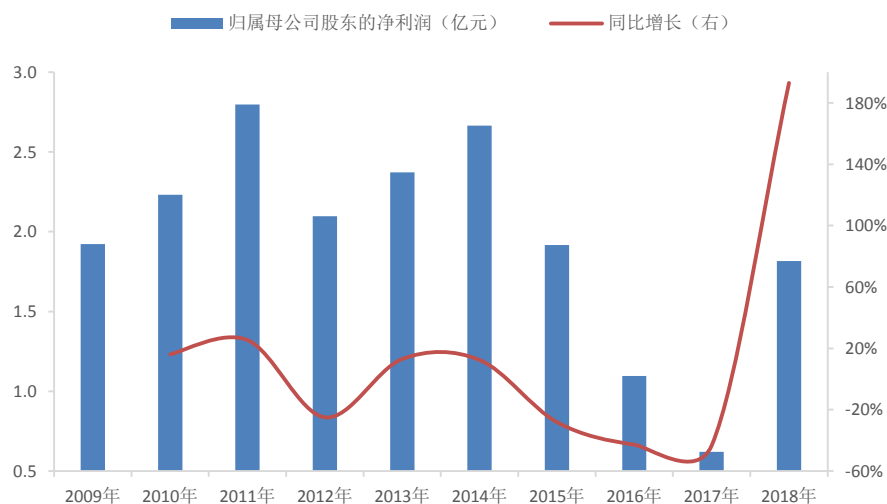
图 7：公司 2009-2018 年营业收入及其同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院

2018 年归母净利润实现大幅回升，公司成功走出 2017 年业绩谷底。公司 2018 年的归母净利润为 1.82 亿元，较 2017 年增长近两倍，回升至 2009 年的净利水平。自 2015 年开始，公司由于受钢材价格上涨等因素影响，导致营业成本增加，归母净利润开始逐年快速下滑，2017 年下跌至 0.62 亿元，较 2014 年下降 76.78%。2018 年，随着公司业务模式、技术研发、品牌和人才建设等方面的强化，公司获利能力提升，归母净利润实现了较大增加，公司走过了 2017 年的业绩谷底实现了快速回升。

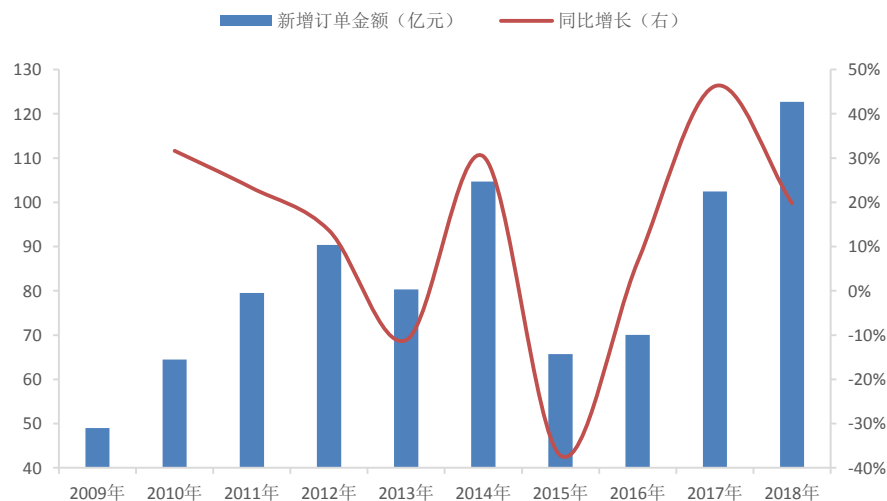
图 8：公司 2009-2018 年归母净利润及其同比增速



资料来源: wind, 民生证券研究院

公司新增订单金额增量较大,近两年绝对值居于行业领先地位。2018年公司新增订单金额达到122.7亿元,同比2017年增长20%,是2009年的2.5倍。2009至2018年间,公司新增订单金额整体呈现上升趋势,年均增速为13.7%。2015年由于行业普遍不景气,公司年新增订单金额仅为65.7亿元,随后开始逐年增长,2017年增速达到46%,创下近十年来的最高值。2018年增速虽有回落,但仍处在绝对值高位,2017与2018年公司新增订单金额均居于行业领先地位。

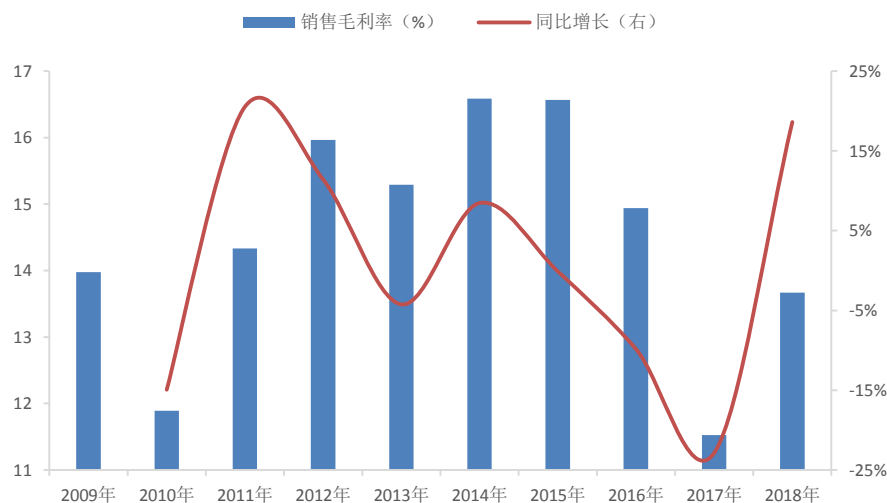
图9: 公司2009-2018年新增订单金额及其同比增速



资料来源: wind, 民生证券研究院

公司销售毛利率略低于同行业上市公司均值。受会计政策变更影响,公司2018年营业成本的统计口径变窄,该口径下计算得到的销售毛利率较历史算法偏高。分口径来看,2009至2017年间,公司销售毛利率维持在11%-17%之间,最高达16.6%,期间平均毛利率为14.6%,略低于同行业上市公司平均水平。对营业成本统计口径进行调整后,公司2017年销售毛利率为14.2%,2018年销售毛利率为13.7%,同比下降3.8%。

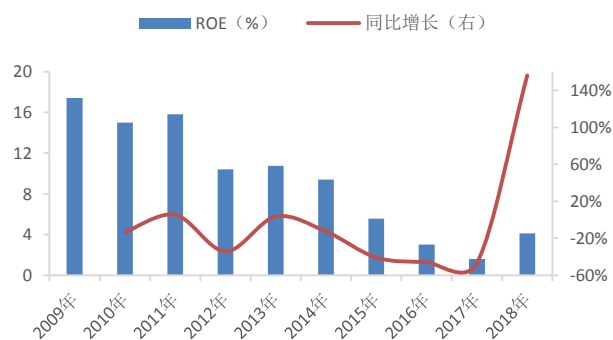
图 10：公司 2009–2018 年销售毛利率及其同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院

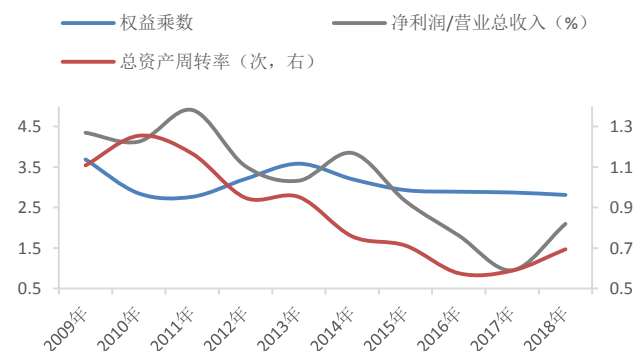
2018 年公司净资产收益率触底反弹，同比增长 156%。2018 年公司净资产收益率为 4.1%，较 2017 年提高 2.5 个百分点，同比增长 156%。2009 至 2018 年，公司净资产收益率由 17.4% 下行至 4.1%，公司盈利能力不断下滑，在 2017 年达到谷底。通过杜邦分析来看，总资产周转率与销售净利率的下滑是主要因素。自 2010 年以来，公司权益乘数保持窄幅波动基本稳定，但总资产周转率及净利润/营业总收入两项指标呈现明显下滑趋势，并双双在 2017 年到达底部。2018 年，随着公司营运能力和盈利能力的提高，总资产周转率和销售净利率迎来向上拐点，且均存在较大幅度回升，公司盈利能力开始改善。

图 11：公司 2009–2018 年净资产收益率及其同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图 12：公司 2009–2018 年 ROE 杜邦分析

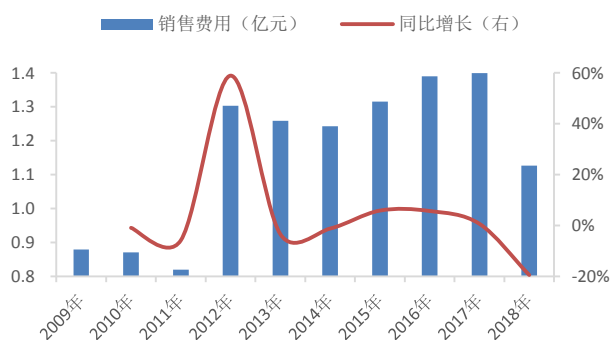


资料来源：wind，民生证券研究院

期间费用扩张较为合理，研发投入力度加大。2009 至 2018 年期间，公司销售费用由 0.88 亿元增长至 1.13 亿元，期间平均增速 4.5%。由于运输费的削减幅度较大，2018 年公司销售费用降至 1.13 亿元，较 2017 年减少近 20%。公司 2011 至 2017 年对“研发支出”相关信息进行了披露，并于 2018 年进行了会计政策变更，单列“研发费用”科目，而管理费用扣除了研发费用。由于新口径下的研发费用并非全部来自原管理费用科目，且公司之前未在管理费用中披露与研发支出有关的明细科目，因此我们无法将 2018 年的管理费用和研发费用的

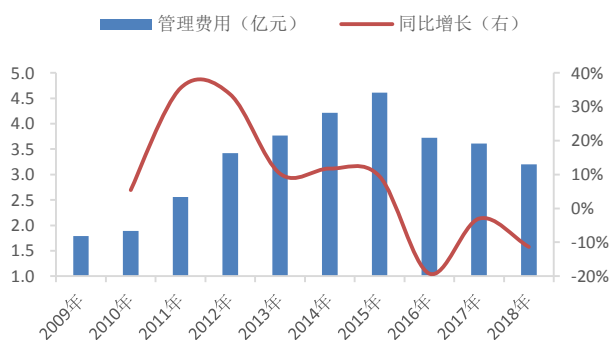
统计口径与历史统计口径归一。分口径来看, 2009 至 2017 年间, 公司管理费用翻番, 由 1.8 亿元升至 3.6 亿元。2018 年公司不含研发支出的管理费用为 3.2 亿元, 同一口径下, 较 2017 年增加 0.2 亿元, 同比增长 6.79%, 管理费用的增加主要来自中介咨询服务费和折旧摊销。自 2012 年起, 公司在研发支出方面维持着 2 亿元以上的稳定投入, 2018 年公司开始加大研发投入力度, 研发费用升至 2.9 亿元, 较同口径下 2017 年的研发费用增加 0.57 亿元, 同比上升 23.9%。公司财务费用由 0.61 亿元增长至 1.61 亿元, 期间平均增速为 20.2%。2012 年以来公司财务费用在 1.5 亿元附近波动, 起伏较小。由于公司规模较大且负债水平较高, 其财务费用要高于同行业上市公司均值。

图 13 : 公司 2009-2018 年销售费用及其同比增速



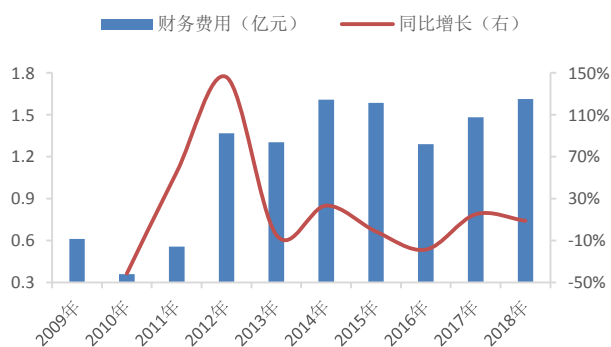
资料来源：wind，民生证券研究院

图 14 : 公司 2009-2018 年管理费用及其同比增速



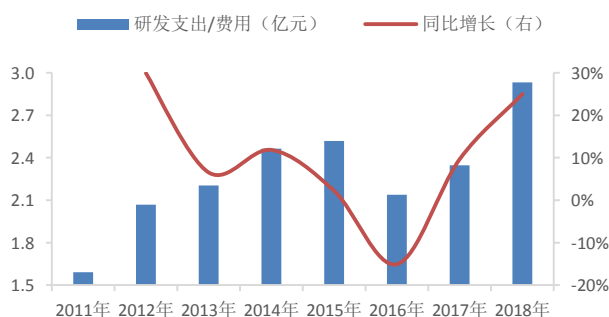
资料来源：wind，公司年报，民生证券研究院

图 15 : 公司 2009-2018 年财务费用及其同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院

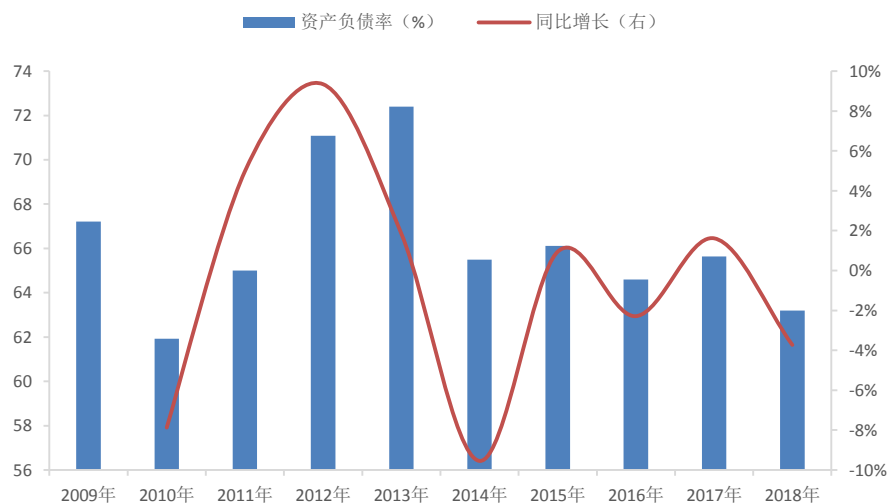
图 16 : 公司 2011-2018 年研发支出/费用及其同比增速



资料来源：公司年报，民生证券研究院

公司资本结构较为稳定, 资产负债率水平略高。2018 年公司的资产负债率为 63.2%, 同比下降 3.7%。虽然公司自 2013 年以来资产负债率持续下降, 资本结构有所改善, 但仍高于同行业上市公司平均水平。自 2014 年以来, 公司资产负债率水平一直在 65% 附近波动, 资本结构较为稳定。

图 17：公司 2009-2018 年资产负债率及其同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院

四、钢构行业快速增长，估值仍有上修空间

根据行业深度报告《钢结构建筑方兴未艾，关注钢结构板块投资机会》，行业年均复合增速或有 9-26%。筛选申万建筑装饰行业中的钢结构企业，可比公司 PE 均值为 30.87 倍，而精工钢构 PE 仅为 25.30 倍，低于可比公司均值；可比公司 PB 均值为 1.91，而精工钢构 PB 为 1.33，同样在板块内较低。精工钢构在钢结构以及钢结构装配式建筑板块中处于领先地位，但估值低于行业均值，虽然已经处在合理区间下限，未来仍会有一定上修空间。

表 3：可比公司估值

公司	股价	PE(TTM)	PB(LF)
东南网架	6.92	41.93	1.77
鸿路钢构	8.89	11.19	1.05
东方铁塔	7.52	23.24	1.28
富煌钢构	7.14	29.40	1.17
海波重科	16.38	72.20	2.65
杭萧钢构	4.69	14.79	2.59
精工钢构	3.67	25.30	1.33
森特股份	13.26	28.92	3.43
可比公司均值	-	30.87	1.91

资料来源：Wind，民生证券研究院（2019 年 4 月 24 日值）

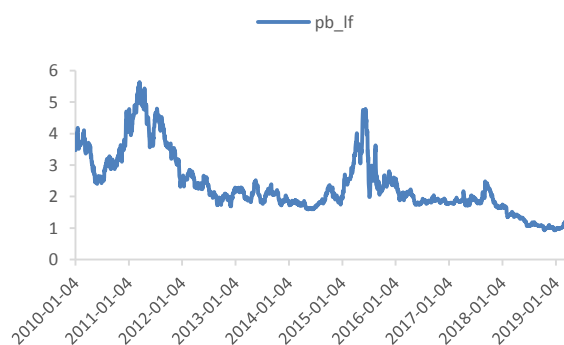
纵向来看，公司历史股价 2016 年至今呈现横向波动，同时由于 2017 年公司盈利的快速下降，导致公司 PE(TTM)2017 年出现过较大幅度上升。目前市盈率历史分位数为 41%，处于历史较低位置。此外，自公司上市以来 PB 也呈现下行趋势，当前市净率历史分位数为 6%，同样处于低位。

图 18：公司 PE (TTM) 及股价



资料来源：wind，民生证券研究院

图 19：上市以来 PB (LF)



资料来源：wind，民生证券研究院

五、盈利预测与投资建议

根据公司经营战略，我们认为未来公司在传统钢结构优势业务的同时，建筑 EPC 等新业务将成为营业收入主要增长动力，所以给予以下盈利预测。

表 4：公司营业收入拆分预测 (单位：百万元)

公司	2018A	2019E	2020E	2021E
钢结构业务	8,447	10,136	11,860	13,639
其他业务	110	142	178	223
建材及紧固件其他	74	80	87	95

资料来源：公司公告，民生证券研究院

我们预计公司 2019-2021 年归属母公司股东净利润 3.75 亿元、5.09 亿元、6.50 亿元，EPS 分别为 0.21 元、0.28 元、0.36 元，对应当前股价 PE 分别为 16.62 倍、12.23 倍、9.58 倍。首次覆盖，给予推荐的评级。

表 5：盈利预测与财务指标

项目/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	8,631	10,357	12,117	13,935
增长率 (%)	32.1%	20.0%	17.0%	15.0%
归属母公司股东净利润 (百万元)	182	375	509	650
增长率 (%)	193.0%	106.2%	35.9%	27.6%
每股收益 (元)	0.10	0.21	0.28	0.36
PE (现价)	34.27	16.62	12.23	9.58
PB	1.28	1.20	1.09	0.98

资料来源：公司公告，民生证券研究院

风险提示：上游原材料价格大幅波动，下游需求受政策推进不及预期影响，公司新业务推进不及预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	8,631	10,357	12,117	13,935
营业成本	7,451	8,907	10,348	11,845
营业税金及附加	43	63	69	79
销售费用	113	181	202	228
管理费用	320	456	509	584
EBIT	411	449	603	764
财务费用	161	0	0	0
资产减值损失	69	0	0	0
投资收益	-2	0	0	0
营业利润	192	449	603	764
营业外收支	9	0	0	0
利润总额	201	449	603	764
所得税	20	74	94	114
净利润	181	375	509	649
归属于母公司净利润	182	375	509	650
EBITDA	511	449	603	764

资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,857	4,178	4,687	5,337
应收账款及票据	1,767	0	0	0
预付款项	1,001	0	0	0
存货	5,206	0	0	0
其他流动资产	446	41	41	41
流动资产合计	10,278	4,219	4,728	5,378
长期股权投资	757	757	757	757
固定资产	770	770	770	770
无形资产	270	270	270	270
非流动资产合计	3,036	3,036	3,036	3,036
资产合计	13,314	7,255	7,764	8,413
短期借款	1,688	1,688	1,688	1,688
应付账款及票据	4,526	0	0	0
其他流动负债	1,546	120	120	120
流动负债合计	7,760	1,808	1,808	1,808
长期借款	181	181	181	181
其他长期负债	472	60	60	60
非流动负债合计	653	241	241	241
负债合计	8,414	2,050	2,050	2,050
股本	1,810	1,810	1,810	1,810
少数股东权益	24	24	24	23
股东权益合计	4,900	5,205	5,714	6,364
负债和股东权益合计	13,314	7,255	7,764	8,413

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	32.1%	20.0%	17.0%	15.0%
EBIT 增长率	92.3%	9.3%	34.3%	26.7%
净利润增长率	193.0%	106.2%	35.9%	27.6%
盈利能力				
毛利率	13.7%	14.0%	14.6%	15.0%
净利润率	2.1%	3.6%	4.2%	4.7%
总资产收益率 ROA	1.4%	5.2%	6.6%	7.7%
净资产收益率 ROE	3.7%	7.2%	8.9%	10.3%
偿债能力				
流动比率	1.32	2.33	2.61	2.97
速动比率	0.52	2.33	2.61	2.97
现金比率	0.24	2.31	2.59	2.95
资产负债率	63.2%	28.3%	26.4%	24.4%
经营效率				
应收账款周转天数	77.31	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	237.99	0.00	0.00	0.00
总资产周转率	0.69	1.01	1.61	1.72
每股指标 (元)				
每股收益	0.10	0.21	0.28	0.36
每股净资产	2.69	2.86	3.14	3.50
每股经营现金流	-0.13	1.55	0.28	0.36
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	34.27	16.62	12.23	9.58
PB	1.28	1.20	1.09	0.98
EV/EBITDA	10.32	9.00	5.86	3.77
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	181	375	509	649
折旧和摊销	100	0	0	0
营运资金变动	-742	2,429	0	0
经营活动现金流	-234	2,803	509	649
资本开支	-154	0	0	0
投资	-82	0	0	0
投资活动现金流	-225	0	0	0
股权募资	970	0	0	0
债务募资	-315	0	0	0
筹资活动现金流	480	-482	0	0
现金净流量	21	2,321	509	649

插图目录

图 1：公司主要发展历程	4
图 2：2015 年-2018 年钢结构行业产量对比	5
图 3：2012 年-2018 年公司主营业务收入占比	5
图 4：2013 年-2018 年工业建筑业务承接额	5
图 5：2010 年-2018 年工业建筑占钢结构业务承接比重	5
图 6：精工 BIM 自主创新研发数字化预拼装技术	7
图 7：公司 2009-2018 年营业收入及其同比增速	8
图 8：公司 2009-2018 年归母净利润及其同比增速	8
图 9：公司 2009-2018 年新增订单金额及其同比增速	9
图 10：公司 2009-2018 年销售毛利率及其同比增速	10
图 11：公司 2009-2018 年净资产收益率及其同比增速	10
图 12：公司 2009-2018 年 ROE 杜邦分析	10
图 13：公司 2009-2018 年销售费用及其同比增速	11
图 14：公司 2009-2018 年管理费用及其同比增速	11
图 15：公司 2009-2018 年财务费用及其同比增速	11
图 16：公司 2011-2018 年研发支出/费用及其同比增速	11
图 17：公司 2009-2018 年资产负债率及其同比增速	12
图 18：公司 PE (TTM) 及股价	13
图 19：上市以来 PB (LF)	13

表格目录

表 1：2016 年-2018 年公司主要标志性项目	6
表 2：公司拥有完备资质	7
表 3：可比公司估值	12
表 4：公司营业收入拆分预测 (单位：百万元)	13
表 5：盈利预测与财务指标	13

分析师与研究助理简介

陶贻功，毕业于中国矿业大学（北京），本科专业化学工程与工艺，研究生专业矿物加工工程（煤化工）。2011年7月加入民生证券至今。一直从事煤炭、电力、燃气、环保等大能源方向的行业研究。2012年“新财富最佳分析师”入围、2012年“第六届水晶球奖”（非公募类）第二名、2012年“金牛分析师”入围奖核心成员。

王介超，咨询师（投资），高级工程师，一级建造师。冶金及建筑行业工作近8年，主编钢铁行业国标GB/T 18916.31，拥有多项专利（发明专利1项），先后担任技术负责人，主任，项目经理，并参与执行海外“一带一路”工程项目，有较为丰富的钢铁行业经验以及国内外项目管理经验。2017年5月加入民生证券从事钢铁、建筑、煤炭方向的研究工作。

刘阳，帝国理工学院金融工程硕士，2018年加入民生证券。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。