

钢结构行业龙头，积极布局产业转型

投资要点

- **中报业绩：**公司 2020 年上半年实现营业收入 47.1 亿元，同比增长 0.9%；实现归母净利润 2.7 亿元，同比增长 48.4%；扣非后净利润 2.3 亿元，同比增长 42.8%。EPS 为 0.15 元。
- **业绩稳步提升，订单大幅增加：**2020 年上半年集团实现营业收入同比增长 0.9%，实现净利润同比增长 48.4%。其中 Q2 收入 23.6 亿元，同比减少 3.7%；归母净利润 1.4 亿元，同比增长 87.0%。公司上半年共累计承接合同金额 99.7 亿元，同比增长 11.4%，其中，EPC 及装配式业务 39.2 亿元，较 2019 年全年增长 41.2%。二季度承接 60.2 亿元，环比增长 52.4%，同比增长 53.4%。
- **毛利率小幅增长，管理费用大幅下降：**公司上半年毛利率为 17.1%，同比增长 1.4 个百分点。净利率 5.7%，同比增长 1.8 个百分点，公司期间费用率为 10.1%，同比下降 0.8 个百分点。在上半年营收同比基本持平的情况下，公司销售费用、财务费用、管理费用和研发费用同比下降 6.1%、2.7%、24.3%和 3.2%。公司资产负债率 61.7%，同比下降 3.5 个百分点。
- **积极布局信息化产业，向 EPC 工程总承包商转型：**公司建立了从设计、制造生产到安装施工和运维管理等项目全生命周期管理的信息化系统，该软件系统已在公司现有诸多工程项目中得到应用，未来公司将进一步整合信息化业务，并逐步将信息化系统转为商用。公司积极扩张 EPC 业务，推动公司 EPC 总承包使公司对钢材价格波动的敏感度大幅降低，有效解决原材料波动带来的风险。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.23 元、0.27 元、0.31 元，对应 PE 为 29 倍、24 倍、21 倍，首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示：**宏观投资下行风险，钢价波动风险，新业务开展不达预期风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	10235.45	11401.37	13324.60	15627.02
增长率	18.59%	11.39%	16.87%	17.28%
归属母公司净利润（百万元）	403.32	456.64	549.26	617.38
增长率	121.95%	13.22%	20.28%	12.40%
每股收益 EPS（元）	0.20	0.23	0.27	0.31
净资产收益率 ROE	7.57%	8.15%	9.06%	9.40%
PE	33	29	24	21
PB	2.50	2.38	2.19	2.02

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：颜阳春
 执业证号：S1250517090004
 电话：021-58351883
 邮箱：yyc@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	20.13
流通 A 股(亿股)	15.10
52 周内股价区间(元)	2.65-7.24
总市值(亿元)	127.62
总资产(亿元)	144.51
每股净资产(元)	3.05

相关研究

1 公司为国内钢结构行业领跑者

精工钢构是国内钢结构行业龙头公司，在全国钢结构行业排名中连续六年蝉联第一。

公司是国内钢结构行业龙头，在深耕原有钢构主业同时，积极发展信息化产业寻找新利润增长点，并向 EPC 工程总承包商转型获取更高盈利空间。

公司建立了从设计、制造生产到安装施工和运维管理等项目全生命周期管理的信息化系统，该软件系统已在公司现有诸多工程项目中得到应用，未来公司将进一步整合信息化业务，并逐步将信息化系统转为商用。

图 1：精工 BIM 信息化管理平台 V5.0



数据来源：Wind，西南证券整理

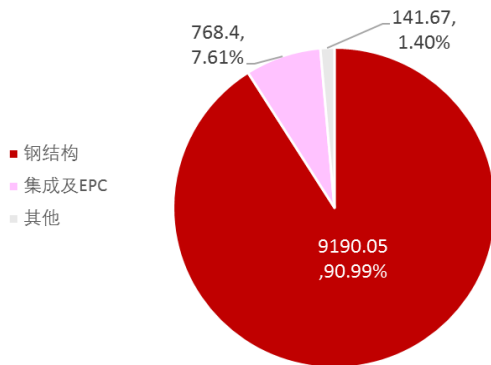
公司积极扩张 EPC 业务，推动公司 EPC 总承包使公司对钢材价格波动的敏感度大幅降低，有效解决原材料波动带来的风险。公司成功中标杭州亚运会棒（垒）球体育文化中心工程 EPC 总承包项目，中标金额 12.39 亿元。

图 2：亚运会棒（垒）球体育文化中心项目

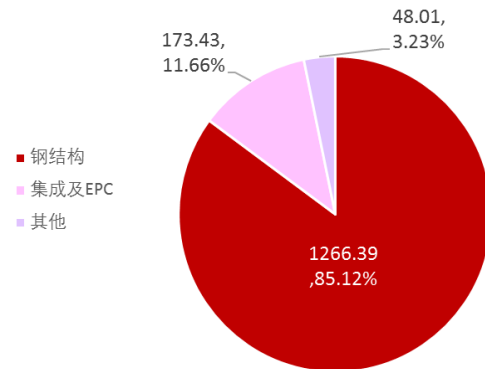


数据来源：Wind，西南证券整理

从营收结构来看，公司主要业务有钢结构、集成及 EPC 两块业务，2019 年分别占比约为 91.0%、7.6%。钢结构、集成及 EPC 两块业务的毛利率分别为 13.8%、22.6%，其中集成及 EPC 较 2018 年增加 14.5 个百分点。相对营收结构来说，公司毛利贡献占比中集成及 EPC 有所提升，两者的毛利结构占比分别为 85.1%、11.7%。

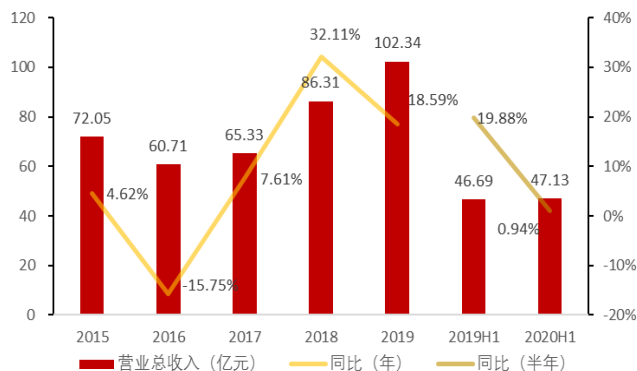
图 3：公司 2019 年各业务占比（百万元）


数据来源：Wind，西南证券整理

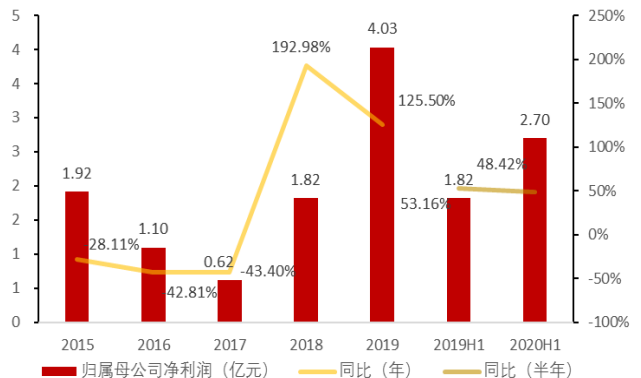
图 4：公司 2019 年各业务毛利占比（百万元）


数据来源：Wind，西南证券整理

营收稳步增长，利润稳步增长。公司近年营收增长较为稳健，从 2015 年 72.1 亿增长到 2019 年 102.3 亿，复合增长率约为 9.2%，主要受益于钢结构行业的快速发展的行业趋势。同时，公司近年净利润总体呈现上涨态势，从 2015 年的 1.9 亿到 2019 年的 4.0 亿，复合增长率达到 20.4%。

图 5：公司近年营业及增长情况


数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：公司近年归母净利润及增长情况


数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：公司钢结构主营业务受到疫情冲击影响，根据上半年整体承接合同同比增长 11.4%推算，转化 2020 年钢构建筑业务收入增速 10%，随着疫情影响的降低，2021-2022 年公司钢构建筑业务收入增速上升至 15%；

假设 2：公司钢结构建筑业务的毛利率略有上升，维持在 14%；

假设 3：公司集成及 EPC 增长较快，上半年集成及 EPC 业务订单 39.2 亿元，较 2019 年全年增长 41.2%。按照订单规模推算，转化 2020 年集成及 EPC 业务收入增速 30%，随着疫情影响的降低，2021-2022 年公司集成及 EPC 业务收入增速上升至 40%；

假设 4：公司集成及 EPC 业务的毛利率略有上升，维持在 17%；

假设 5：公司其他业务稳定推进，毛利率维持在 50%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
钢结构建筑	收入	9190.1	10109.1	11625.4	13369.2
	增速	-	10.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	13.8%	14.0%	14.0%	14.0%
集成及 EPC	收入	711.9	925.5	1295.6	1813.9
	增速	-	30.0%	40.0%	40.0%
	毛利率	16.4%	17.0%	17.0%	17.0%
其他	收入	333.5	366.9	403.5	443.9
	增速	-	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	51.1%	50.0%	50.0%	50.0%
合计	收入	10235.4	11401.4	13324.6	15627.0
	增速	18.6%	11.4%	16.9%	17.3%
	毛利率	15.2%	15.4%	15.4%	15.4%

数据来源：公司年报，西南证券

同行业可比公司 2021 年平均估值 22 倍，考虑到精工钢构行业龙头，且在行业内具有较强资质及技术壁垒，首次覆盖给予“持有”评级。

表 2：可比公司估值

代码	证券简称	总市值（亿元）	PE（20E）	PE（21E）
600496.SH	精工钢构	134.46	29	24
600477.SH	杭萧钢构	99.93	13	15
002743.SZ	富煌钢构	31.51	23	16
002135.SZ	东南网架	86.99	22	17

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	10235.45	11401.37	13324.60	15627.02	净利润	399.99	452.87	544.73	612.28
营业成本	8681.38	9645.35	11275.01	13225.02	折旧与摊销	112.90	122.19	122.19	122.19
营业税金及附加	46.33	53.37	61.68	72.61	财务费用	156.41	178.13	200.17	239.23
销售费用	146.02	155.73	186.05	215.82	资产减值损失	2.48	30.00	2.00	40.00
管理费用	765.21	831.28	983.83	1146.60	经营营运资本变动	395.44	-511.25	-285.12	-545.91
财务费用	156.41	178.13	200.17	239.23	其他	-521.21	-45.71	-35.84	-62.44
资产减值损失	2.48	30.00	2.00	40.00	经营活动现金流净额	546.01	226.22	548.12	405.36
投资收益	42.97	20.94	20.62	28.18	资本支出	-36.84	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-46.69	20.94	20.62	28.18
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-83.53	20.94	20.62	28.18
营业利润	398.93	528.46	636.48	715.91	短期借款	-246.70	-484.18	-84.93	145.79
其他非经营损益	8.99	4.32	4.37	4.42	长期借款	-181.26	0.00	0.00	0.00
利润总额	407.92	532.78	640.86	720.33	股权融资	-23.53	0.00	0.00	0.00
所得税	7.93	79.92	96.13	108.05	支付股利	-23.54	-80.66	-91.33	-109.85
净利润	399.99	452.87	544.73	612.28	其他	-191.66	-577.61	-200.17	-239.23
少数股东损益	-3.33	-3.77	-4.53	-5.10	筹资活动现金流净额	-666.69	-1142.45	-376.42	-203.29
归属母公司股东净利润	403.32	456.64	549.26	617.38	现金流量净额	-200.56	-895.29	192.32	230.24
资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	2035.43	1140.14	1332.46	1562.70	成长能力				
应收和预付款项	3132.72	3891.13	4370.71	5163.29	销售收入增长率	18.59%	11.39%	16.87%	17.28%
存货	5296.80	5880.84	6890.26	8076.53	营业利润增长率	107.67%	32.47%	20.44%	12.48%
其他流动资产	111.18	78.50	91.74	107.59	净利润增长率	120.80%	13.22%	20.28%	12.40%
长期股权投资	810.02	810.02	810.02	810.02	EBITDA 增长率	47.39%	24.02%	15.69%	12.36%
投资性房地产	41.51	41.51	41.51	41.51	获利能力				
固定资产和在建工程	1087.48	1008.42	929.37	850.32	毛利率	15.18%	15.40%	15.38%	15.37%
无形资产和开发支出	632.54	593.77	555.00	516.22	三费率	10.43%	10.22%	10.28%	10.25%
其他非流动资产	617.62	613.26	608.89	604.52	净利率	3.91%	3.97%	4.09%	3.92%
资产总计	13765.30	14057.58	15629.95	17732.71	ROE	7.57%	8.15%	9.06%	9.40%
短期借款	1441.65	957.47	872.54	1018.33	ROA	2.91%	3.22%	3.49%	3.45%
应付和预收款项	6195.14	6971.02	8127.82	9526.00	ROIC	11.37%	12.33%	13.40%	13.95%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	6.53%	7.27%	7.20%	6.89%
其他负债	845.61	573.06	620.16	676.51	营运能力				
负债合计	8482.39	8501.55	9620.52	11220.84	总资产周转率	0.76	0.82	0.90	0.94
股本	1810.45	2012.87	2012.87	2012.87	固定资产周转率	12.49	13.74	17.75	23.26
资本公积	956.76	754.33	754.33	754.33	应收账款周转率	5.76	5.38	5.41	5.50
留存收益	2397.65	2773.62	3231.56	3739.08	存货周转率	1.65	1.72	1.76	1.77
归属母公司股东权益	5263.93	5540.83	5998.76	6506.29	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	96.19%	—	—	—
少数股东权益	18.98	15.21	10.67	5.57	资本结构				
股东权益合计	5282.91	5556.03	6009.43	6511.86	资产负债率	61.62%	60.48%	61.55%	63.28%
负债和股东权益合计	13765.30	14057.58	15629.95	17732.71	带息债务/总负债	17.35%	11.62%	9.38%	9.34%
					流动比率	1.29	1.34	1.36	1.36
					速动比率	0.64	0.62	0.62	0.63
					股利支付率	5.84%	17.66%	16.63%	17.79%
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E	每股指标				
EBITDA	668.24	828.78	958.84	1077.34	每股收益	0.20	0.23	0.27	0.31
PE	32.64	28.83	23.97	21.32	每股净资产	2.62	2.75	2.98	3.23
PB	2.50	2.38	2.19	2.02	每股经营现金	0.27	0.11	0.27	0.20
PS	1.29	1.15	0.99	0.84	每股股利	0.01	0.04	0.05	0.05
EV/EBITDA	16.28	14.86	12.55	11.09					
股息率	0.18%	0.61%	0.69%	0.83%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
北京	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
广深	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn