建科机械（300823）

数控钢筋设备龙头，将充分受益行业发展

增持（首次）

2020 年 09 月 04 日

证券分析师 陈显帆
执业证号：S0600515090001
021-60199769
chenxf@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	475	542	708	949
同比（%）	4.96%	14.16%	30.61%	33.99%
归母净利润（百万元）	84	100	136	188
同比（%）	5.83%	18.27%	36.72%	38.00%
每股收益（元/股）	1.20	1.06	1.45	2.01
P/E（倍）	32.75	36.93	27.01	19.57

投资要点

■ **国内钢筋加工设备龙头，经营业绩快速提升**

公司是国内数控钢筋加工装备龙头，主要从事中高端数控钢筋加工装备的研发、设计、生产和销售，产品涵盖单件钢筋成型机械、组合钢筋成型机械和钢筋强化机械三大类。**在产品技术持续突破，数控钢筋加工产品线不断丰富同时，公司经营业绩实现了快速增长：2019 年公司实现营业收入 4.75 亿元，2016-2019 年 CAGR 为 12.6%；2019 年公司实现归母净利润 0.84 亿元， 2016-2019 年 CAGR 达到了 30.3%，净利率由 11.46%提升至 18.15%，盈利能力持续提升。**

■ **受益装配式建筑发展+渗透率提升，钢筋加工设备需求持续快速提升**

展望未来，我们认为我国钢筋加工设备行业需求有两点支撑：一方面，受益装配式建筑快速发展以及国家对基建持续加码，国内钢筋加工设备需求有望持续稳步提升；另一方面，国内数控钢筋加工渗透率仅 10%，随着劳动力成本日益上升，国家对基础设施以及其他建筑质量的要求日益严格，传统落后的工人手工加工为主的钢筋加工模式正被逐步淘汰，采用自动化加工工艺取代手工及半自动加工工艺成为未来趋势。

假定国内钢筋产量每年按 5%增速稳步提升，钢筋自动化加工渗透率按每年 1.5%/3%/4.5%速度提升，三种假设条件下，我们预计到 2025 年我国数控钢筋加工设备市场规模达 17.8、27.9 和 38.0 亿元，2019-2025 行业复合增速分别为 9.5%、18%和 24.2%，由此可见国内钢筋加工设备市场广阔。

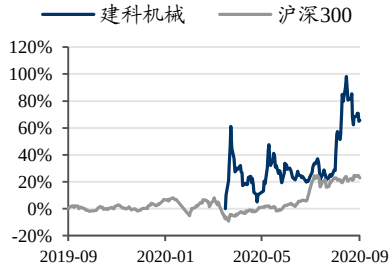
■ **绑定大客户，高端产品结构优化，募投扩产打开公司成长空间**

作为行业内绝对龙头，有望充分受益行业发展红利，实现业绩持续快速增长：①目前公司已占据国内中高端市场 60%以上份额，主要客户为中国中铁、中国铁建及中国建筑等国内大型企业，尤其并深度绑定 PC 构件制造龙头远大住工，充分受益行业发展。②产品上看，组合钢筋成型机械的生产技术集成度高、开发难度大、制造工艺复杂，具有较高的技术门槛，2020H1 组合钢筋机械收入首次超过单件机械，高端产品结构持续优化；③此外，2020 年 3 月公司登录创业板上市，借助资本市场优势，募投项目建成后将新增公司产能 1070 台（套），打破产能瓶颈，公司成长空间进一步打开。

■ **盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.06/1.45/2.01 元，当前股价对应动态 PE 分别为 36.93/27.01/19.57 X。考虑到未来国内钢筋需求维持高位，数控加工装备行业增长确定性强，公司产能扩下份额有望加速提升，首次覆盖予以“增持”评级。**

■ **风险提示：**基建项目开工不及预期；竞争加剧导致利润率下滑；原材料价格大幅上涨；应收账款回收风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	39.29
一年最低/最高价	19.90/47.58
市净率(倍)	4.12
流通 A 股市值(百万元)	919.39

基础数据

每股净资产(元)	9.53
资产负债率(%)	19.35
总股本(百万股)	93.56
流通 A 股(百万股)	23.40

相关研究

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 国内数控钢筋加工装备龙头，经营业绩快速增长 4
1.1. 国内数控钢筋加工设备龙头，产品技术不断丰富 4
1.2. 经营业绩快速增长，盈利能力持续提升 7
2. 受益装配式建筑发展+渗透率提升，钢筋加工设备需求快速提升 10
2.1. 装配式建筑红利以及基建持续投资，将会带动钢筋加工设备需求 10
2.1.1. 国家加大基建投资调控力度，持续带来旺盛的钢筋加工设备需求 11
2.1.2. 装配式建筑正处在黄金发展期，钢筋加工设备需求有望快速释放 12
2.2. 我国数控加工钢筋渗透率较低，有较大的提升空间 15
2.3. 预计到 2025 年我国数控钢筋加工设备市场规模达 17.8- 38.0 亿元 17
3. 绑定大客户，高端产品持续优化，募投扩产打开公司成长空间 18
4. 盈利预测与投资建议 21
5. 风险提示 23

图表目录

图 1: 公司主要发展历程 4
图 2: 公司产品技术不断突破 5
图 3: 2016-2019 年公司营业收入 CAGR 为 12.6% 8
图 4: 2019 年钢筋桁架成型机销售额占总收入 25.4% 8
图 5: 从细分产品看，钢筋桁架成型机收入快速增长 8
图 6: 2016-2019 年公司归母净利润 CAGR 达 30.3% 9
图 7: 2016-2019 年公司净利率从 11.46%增长至 18.15% 9
图 8: 2019 年我国钢筋产量超 4 亿吨，2010-2019 年复合增速达 6.2% 10
图 9: 我国公路、铁路投资完成额稳定增长 12
图 10: 2014-2019 年我国公路、铁路里程稳定增长 12
图 11: 未来 5 年我国将新建大批铁路、高速公路项目 12
图 12: 未来 5 年我国公路总里程将保持稳定增长 12
图 13: 2016-2019 我国装配式建筑新开工面积 CAGR 达 54% 13
图 14: 我国装配式建筑新开工面积占房屋新开工面积的比重稳步提升 13
图 15: 2016-2019 年地方出台装配式建筑相关政策文件数量快速提升 15
图 16: 我国自动化钢筋加工率仅 10%，远低于欧洲 70% 15
图 17: 我国自动化钢筋加工率仅 10%，远低于日本 60% 15
图 18: 国内建筑业农民工数量呈下行趋势 16
图 19: 国内建筑业农民工平均工资稳步提升 16
图 20: 建科机械的主要客户为我国大型国企或上市公司，客户资源丰富 19
图 21: 公司技术门槛更高的组合机、强化机产品收入占比持续提升 20
图 22: 2019 年公司组合机毛利率已超过单件机 20

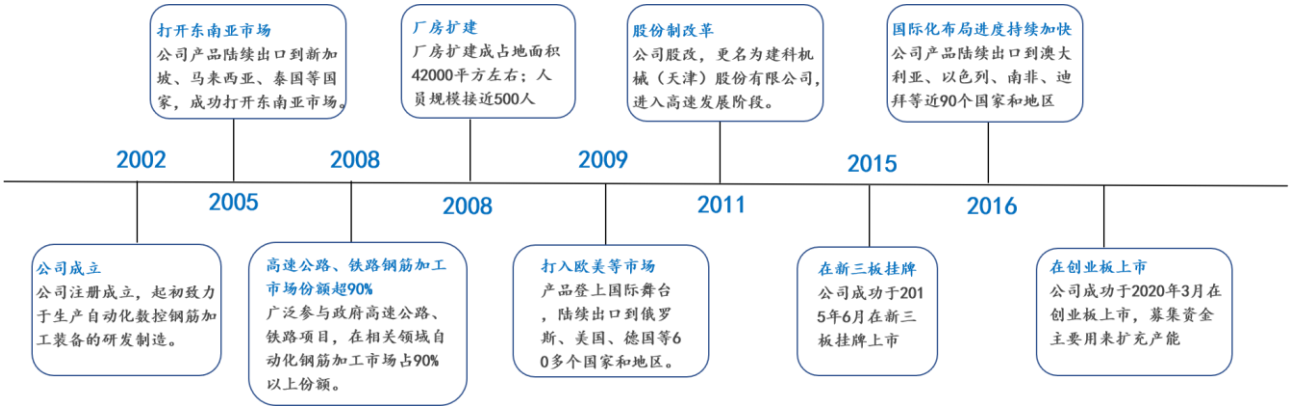
表 1: 公司已经形成较为完备的钢筋加工设备产品线 6
表 2: 公司数控钢筋加工设备广泛用于重大基建项目 7
表 3: 我国出台一系列政策支持基建投资 11
表 4: 国家从 2016 年起力争用十年时间使装配式建筑占新建建筑的比例达到 30% 14
表 5: 全自动钢筋笼加工制作效益优于人工及半自动加工 16
表 6: 青岛新机场高铁站房工程成本预算表：每吨数控钢筋可节省 30%以上加工成本 17
表 7: 预计 2020-2025 年数控钢筋加工设备市场规模 CAGR 为 9.5%-24.2% 18
表 8: 建科机械在国内外市场的主要竞争对手 19
表 9: 公司 2017-2019 年产能利用率达 88%-103%，产能亟待扩张 20
表 10: IPO 募投项目建成达产后将新增公司产能 1070 台（套），打破公司产能瓶颈 21
表 11: 建科机械分业务收入预测（百万元） 22
表 12: 可比公司估值表 22

1. 国内数控钢筋加工装备龙头，经营业绩快速增长

1.1. 国内数控钢筋加工设备龙头，产品技术不断丰富

建科机械主要从事中高端数控钢筋加工装备的研发、设计、生产和销售，并提供数控钢筋加工的整体解决方案。公司于 2002 年注册成立，自成立起就致力于自动化数控钢筋装备的研发制造，经过十多年的发展，公司已成长为钢筋加工设备行业内的领先企业。2020 年 3 月登陆创业板上市，借助资本市场，进入新的发展阶段。

图 1：公司主要发展历程

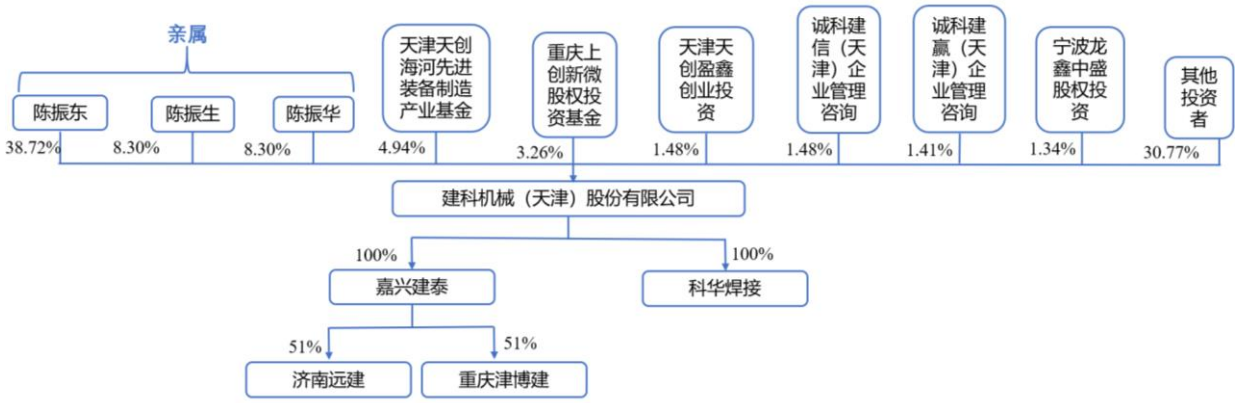


数据来源：公司官网,东吴证券研究所

创始团队为公司共同控制人，董事长是钢筋加工设备行业技术专家。公司创始人兼董事长陈振东先生是公司第一大股东，截至 2020 年中报持股比例为 38.72%，并与陈振生、陈振华形成共同实际控制人，合计持股比例达 55.32%。

陈振东先生是钢筋生产设备技术人员出身，其研发的数控钢筋弯箍机曾获得北辰科技进步二等奖，作为中国《钢筋混凝土用加工成型钢筋》行业标准制定人之一，在行业具有高度声望。此外，公司高度重视研发团队建设，2020 年上半年公司设有 3 个员工持股平台，分别持有公司 1.48%、1.41%、0.99%的股份，我们认为对技术人员激励到位，有助于公司长期保持技术领先优势。

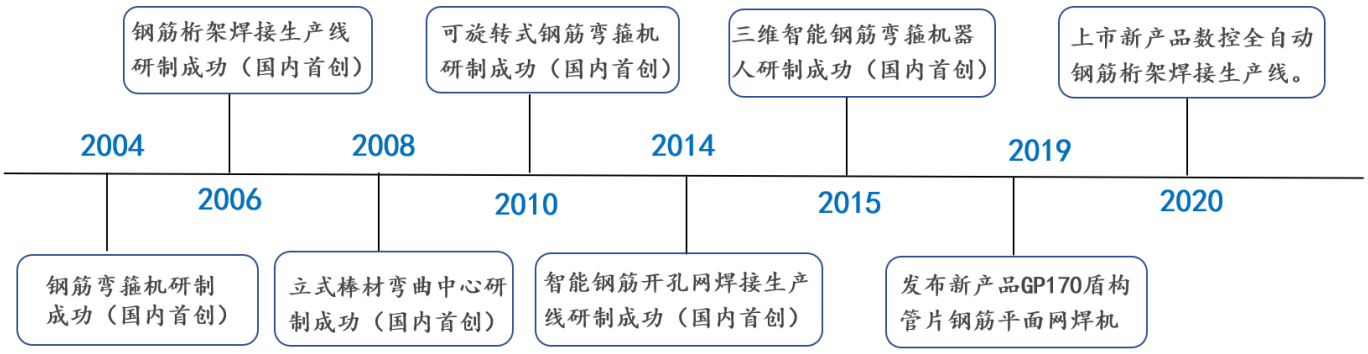
图 2：截至 2020 年中报，公司三位共同控制人持股比例为 55.32%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司通过自主研发、消化吸收再创新等方式，产品技术水平不断取得突破，成功研制多款数控钢筋加工装备，主要产品的技术性能达到国内先进水平，部分产品性能甚至达到国际先进水平，在丰富公司产品线的同时，极大地提升了公司在数控钢筋加工设备行业的竞争力。截至 2020 年 6 月 30 日，公司拥有 380 项专利，积累了大量核心技术。

图 2：公司产品技术不断突破



数据来源：建科机械招股说明书，东吴证券研究所

当前公司形成了较为完备的数控钢筋加工产品线，主要分为单件钢筋成型机械、组合钢筋成型机械和钢筋强化机械三大类：①单件钢筋成型机械主要实现某些特定工艺加工，包括弯箍机、调直切断机、剪切机、锯切机、弯曲机；②组合钢筋成型机械根据不同的用途应用相应的钢筋成型技术，能够一次性全自动化完成多个工序，产品包括钢筋网成型机、桁架成型机、钢筋笼成型机、管廊网片成型机、盾构管片成型机；③钢筋强化机械则是将钢筋强化的多个工序一体化，实现整体联动。

表 1：公司已经形成较为完备的钢筋加工设备产品线

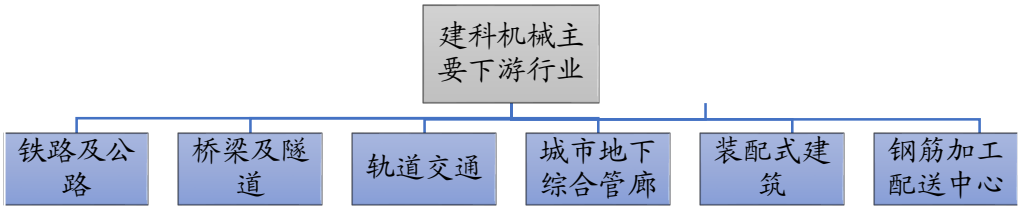
业务类型	具体产品	主要功能	应用场景
单件钢筋成型机械	弯箍机	将钢筋盘料经过水平调直、牵引、垂直调直送至弯曲部分进行弯曲成型，最后将剪切好的成品进行收集	
	调直切断机	将盘条钢筋调直、定尺、剪切、对齐和最后成品收集等操作全自动一次完成的加工装备	
	剪切机	通过伺服控制系统全自动完成送料、定尺、剪切、翻料、成品收集等过程，能够实现钢筋剪切长度无极可调和准确定位。	
	锯切机	通过伺服控制系统全自动完成送料、定尺、剪切、翻料、成品收集等过程，能够实现钢筋剪切长度无极可调和准确定位，端面质量高，并可与套丝设备配套使用。	
	弯曲机	可自动把钢筋弯曲成正方形、矩形、三角形等不同形状。	
组合钢筋成型机械	钢筋网成型机	对横纵钢筋交汇点施以电阻焊接的方式实现网片的制造，提高生产效率的同时使生产的网片承受瞬间拉力、剪力的性能提高。	
	桁架成型机	用于高速公路双块式轨枕、民用建筑及钢结构模板等领域所使用的钢筋桁架的生产，通过数控全自动系统一次性完成钢筋放线等全部工序。	
	钢筋笼成型机	将钢筋笼制作中的主筋上料、箍筋调直缠绕、箍筋与主筋焊接等完成自动化生产。	
	管廊网片成型机	用于加工成型管廊用大直径钢筋网片，全自动完成横筋上料、钢筋对其、焊接和网片弯曲 U 型过程。	
	盾构管片钢筋笼成型机	单片网在模具上的一次挤压成型和立体网同时多点组合	
钢筋强化	轧机	将除鳞、上粉、轧制、动力拉丝机构、应力消除等各部分整合于一体，实现了整体的联动操	

机械	控。

数据来源：建科机械招股说明书，东吴证券研究所

钢筋加工设备下游应用领域众多，公司下游主要包括基建项目、装配式建筑及钢筋加工配送中心三大领域，其中基建项目主要包括高速铁路、高速公路、桥梁隧道、轨道交通、地下管廊、水电等领域。

图 6：公司主要下游行业包括基建设施、装配式建筑及钢筋加工配送中心等



数据来源：建科机械招股说明书，东吴证券研究所

公司在国内钢筋生产设备行业中处于绝对的领先地位，参与了国家多个重要高铁、高速及地方大桥等基建项目，产品质量受到国家标准认可，与中国钢铁、中国铁建、中国交建等多个大型国企建立了长期业务关系，竞争力可见一斑。此外，在稳固国内行业领先地位的同时，公司还大力拓展海外业务，出口泰国、日本、韩国、马来西亚等100个国家和地区，凭借其价格竞争优势，在国外市场占领了一定份额。

表 2：公司数控钢筋加工设备广泛用于重大基建项目

下游行业	项目名称
铁路	武广高铁、郑万高铁、济青高铁、西成高铁、沪宁城际铁路、蒙华铁路、京雄城际高铁等。
公路	京新高速、大广高速、青银高速、广乐高速、谷竹高速、承赤高速、长福高速、宜长高速、九绵高速、龙岩东环高速、巴通万高速等。
地铁	以色列特拉维夫地铁、天津地铁 1 号线、广州地铁 11 号线、青岛地铁 2 号线、成都地铁 3 号线、福州地铁 6 号线、济南地铁 3 号线等。
桥梁	港珠澳大桥、泉州湾跨海大桥、台州湾大桥、乐清湾大桥、杭州湾大桥、南京长江第五大桥等。
核电	红沿河核电站、宁德核电站、台山核电站、防城港核电站、巴基斯坦卡拉奇核电站等。

数据来源：建科机械招股说明书，东吴证券研究所

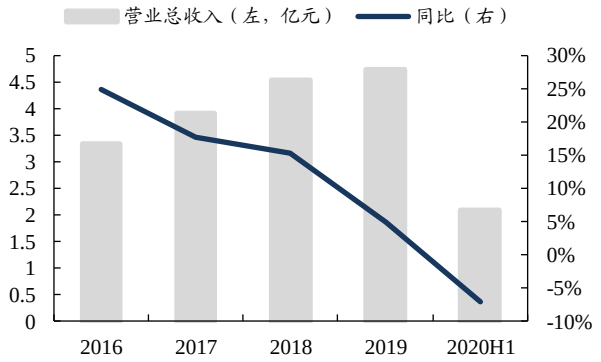
1.2. 经营业绩快速增长，盈利能力持续提升

2016-2019 年公司分别实现营业收入 3.33、3.92、4.53、4.75 亿元，2016-2019 年 CAGR 为 12.6%，收入呈现稳步增长态势，主要系国内基建、装配式建筑快速发展，拉动行业

市场容量持续扩张，同时公司产品竞争力不断提高，市场份额持续扩大。

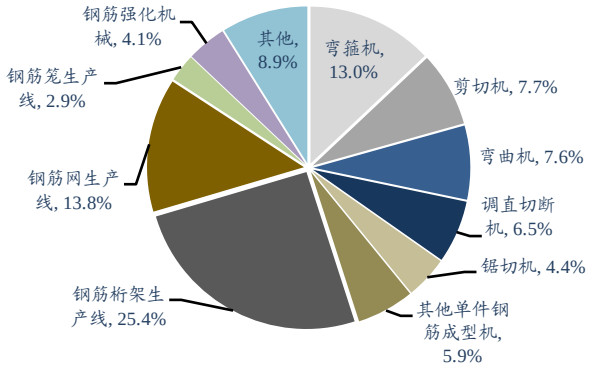
2020H1 公司实现收入 2.10 亿元，同比-7.16%，较 Q1 降幅缩窄。疫情影响国内下游工程项目开工，海外市场也纷纷采取了防护措施，对公司的生产、发货及验收造成影响，预计随着下游工程项目开工推进，公司产品需求将稳步回升。

图 3：2016-2019 年公司营业收入 CAGR 为 12.6%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：2019 年钢筋桁架成型机销售额占总收入 25.4%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

从细分产品看：钢筋桁架成型机表现出色，是公司收入稳步增长的最大驱动力。钢筋桁架成型机属于组合钢筋成型机械，广泛应用于高速铁路等基建项目的轨枕钢筋骨架建设、装配式建筑领域的钢筋桁架楼承板生产。**尤其在装配式建筑快速发展的带动下，公司钢筋桁架成型机快速放量，2017-2019年分别实现收入0.66、0.90、1.21亿元，期间CAGR达35.43%，2019年占公司营收比重达25.4%，已成为公司第一大细分产品收入来源。**

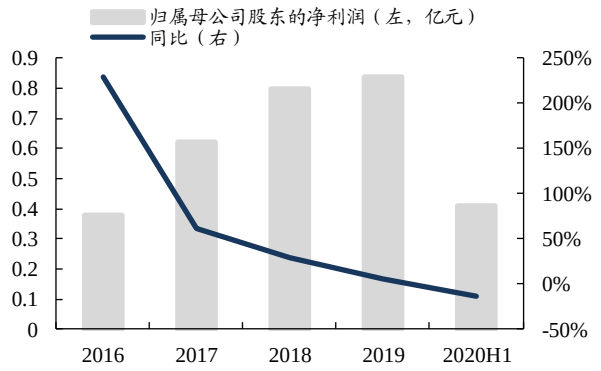
图 5：从细分产品看，钢筋桁架成型机收入快速增长

业务类型	细分产品	收入（万元）			销量（台）			价格（万元/台）		
		2019	2018	2017	2019	2018	2017	2019	2018	2017
单件钢筋成型机械	弯箍机	6163.24	7857.28	6534.73	319	412	371	19.32	19.07	17.61
	弯曲机	3615.77	4545.3	5697.74	189	237	282	19.13	19.18	20.2
	调直切断机	3069.59	2853.93	2539.73	206	182	139	14.9	15.68	18.27
	剪切机	3651.83	3086.5	3096.54	98	94	88	37.26	32.84	35.19
	锯切机	2078.94	1472.5	1345.04	48	35	32	43.31	42.07	42.03
	其他单件钢筋成型机械	2812.27	1711.17	1243.48	——	——	——	——	——	——
组合钢筋成型机械	钢筋网成型机	6544.57	7467.78	6264.3	51	64	54	128.32	116.68	116.01
	钢筋桁架成型机	12061.7	8965.62	6576.7	127	93	65	94.97	96.4	101.18
	钢筋笼成型机	1354.54	2980.05	2991.75	51	112	128	26.56	26.61	23.37
	管廊网片成型机	——	201.71	292.31	——	1	2		201.71	146.15
	盾构管片钢筋笼成型机	——	448	——	——	1	——	——	448	——
	钢筋强化机械	1930.23	608.08	370.5	21	7	4	91.92	86.87	92.62
其他	备件及其他	3693.5	2554.6	2002.81	——	——	——	——	——	——

数据来源：建科机械招股说明书，东吴证券研究所

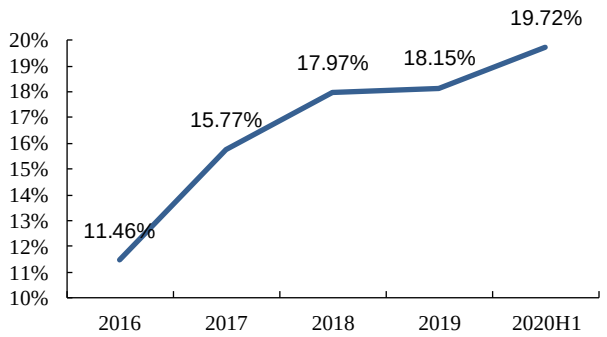
2016-2019 年公司净利润增速高于同期收入增速，盈利能力持续提升。2016-2019 年公司分别实现归母净利润 0.38、0.62、0.80、0.84 亿元， 2016-2019 年 CAGR 达到了 30.3%，是同期营业收入复合增速两倍以上，表现极为出色。

图 6：2016-2019 年公司归母净利润 CAGR 达 30.3%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 7: 2016-2019 年公司净利率从 11.46%增长至 18.15%



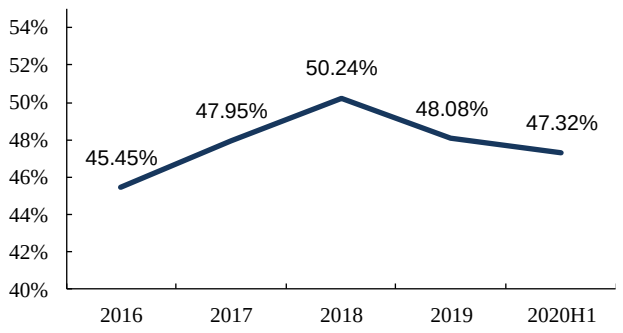
数据来源：Wind，东吴证券研究所

进一步分析，2016-2019 年公司销售净利率呈现稳步提升趋势，2016 年为 11.46%，2019 年 18.15%，2020H1 更是达到了 19.72%，我们认为公司盈利水平不断提升的主要原因有两点：

一方面，公司毛利率出色且稳步提升，2016-2019 年公司综合毛利率从 45.45%增长至 48.08%。公司盈利能力出色、毛利率稳中有升的原因有：（1）公司产品技术含量较高，保证毛利率总体维持在较高水平；（2）公司不断优化产品结构，通过技术创新降低产品自重及自产零部件成本，推动毛利率不断提升；（3）公司产品在中高端客户群体中接受度较高，精准地定位目标人群进一步提高产品毛利水平。

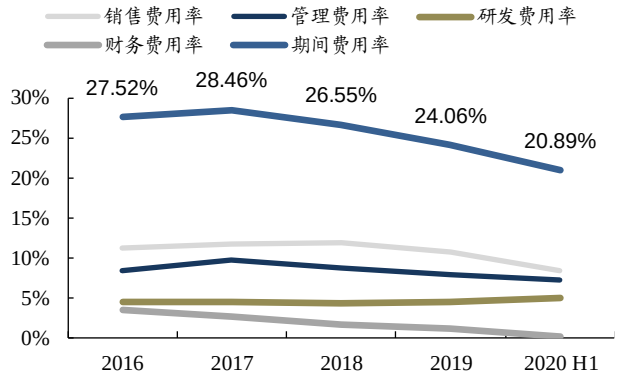
另一方面，在费用管控方面，2016-2019 公司期间费用率呈现下降趋势，2019 年为 24.06%，较 2016/2017 年分别下降 3.46/4.40 个百分点， 2020H1 公司期间费用率下降至 20.89%。公司在国内的销售模式是以直销为主、经销为辅，随着公司发展，品牌得到更多客户的认可，积累了一定客户资源之后，经销的佣金及代理费呈下降趋势，销售费用率有所下降；在管理费用方面，职工薪酬占比最高，2019 年超过 45%，受益自动化水平提升，公司员工数量近几年保持平稳，管理费用增速小于收入增速，管理费用率稳中有降。

图 10：2016-2019 年公司毛利率从 45.45%增长至 48.08%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 11：2016-2019 年公司期间费用率有所下降



数据来源：Wind，东吴证券研究所

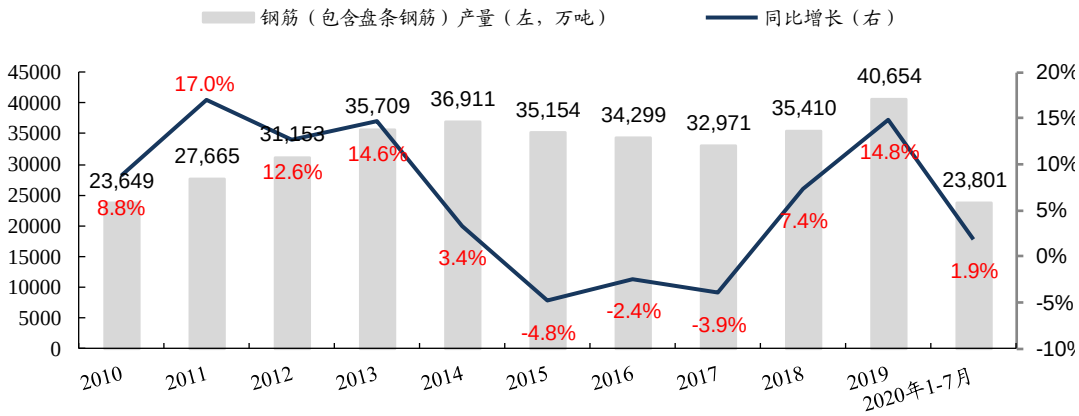
2. 受益装配式建筑发展+渗透率提升，钢筋加工设备需求快速提升

展望未来，我们认为钢筋加工设备行业需求有两点支撑：一方面，受益装配式建筑发展以及国家对基建持续加码，国内钢筋加工设备需求有望持续稳步提升；另一方面，国内数控钢筋加工渗透率仅 10%，远低于发达国家 60-70%的水平，自动化钢筋设备渗透率提升是大势所趋。

2.1. 装配式建筑红利以及基建持续投资，将会带动钢筋加工设备需求

2019 年我国钢筋产量超 4 亿吨，2017-2019 年复合增速达 11.0%。我国是钢筋生产使用大国，2015 年受房地产去库存、城镇化速度减慢等因素影响，钢筋产量增速首次回落为负。2017 年起国家大力发展大型基础设施建设、推动装配式建筑发展，钢筋需求迅速回升，**2019 年中国粗钢产量全球占比已高达 53%，钢筋（包括盘条钢筋）年产量超过 4 亿吨，2010-2019 年钢筋产量十年复合增速 6.2%，2018 年以来增速明显加快。**

图 8：2019 年我国钢筋产量超 4 亿吨，2010-2019 年复合增速达 6.2%



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2.1.1. 国家加大基建投资调控力度，持续带来旺盛的钢筋加工设备需求

我们在 1.1 章节作过分析，数控钢筋加工设备广泛应用在包括公路铁路、桥梁隧道、轨道交通在内等基建项目。党的十九大报告指出，深化供给侧结构性改革，建设现代化经济体系，必须把发展经济的着力点放在实体经济上。加强水利、铁路、公路、水运、航空、管道、电网、信息、物流等基础设施网络建设。

2020 年以来，疫情增大经济下行压力、国际形势不确定性，在此背景下国家加大逆周期稳增长调控力度，基建投资成为拉动经济增长的主要驱动力之一。

表 3：我国出台一系列政策支持基建投资

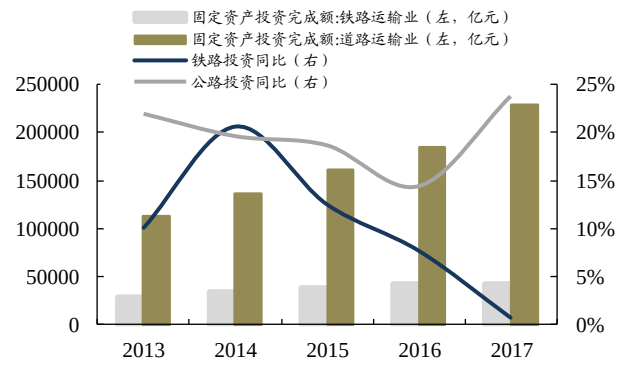
时间	相关部门/政策	主要内容
2019.11.13	国务院常务会议	**降低部分基础设施项目最低资本金比例。**将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25%降至 20%。对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，下调幅度不超过 5 个百分点。
2019.12.12	中央经济工作会议	加强战略性、网络型基础设施建设，推进川藏铁路等重大项目建设，稳步推进通信网络建设，加快自然灾害防治重大工程实施，加快农村公路、信息、水利设施建设。
2019.09.11	《交通强国建设纲要》	到 2035 年,基本形成“全国 123 出行交通圈”，**都市区 1 小时通勤、城市群 2 小时通达、全国主要城市 3 小时覆盖。**
2019.12.26	全国交通运输工作会议	2020 年将完成铁路投资 8000 亿元，公路水路投资 1.8 万亿元，民航投资 900 亿元。
2020.01.02	国铁集团	2020 年将确保投产新线 4000 公里以上，其中高铁 2000 公里。
2020 年 2 月起	各地方政府	各省市陆续发布以基建项目为主的重大项目投资清单，据我们不完全统计，仅十一省市总投资额合计超 22 万亿元，其中计划本年完成投资近 4 万亿元。
2020.04.30	《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》	国内基建 REITs 试点正式起步，促进基建 REITs 在证券交易所公开发行，盘活存量资产。**优先支持基础设施补短板行业，鼓励新型基础设施开展试点。**
2020.05.22	2020 年政府工作报告	**地方专项债规模 3.75 万亿，比去年增加 1.6 万亿，同时提高可用作项目资本金及投向基建的比例**；地方新增赤字规模 2 万亿；拟安排全年赤字率 3.6%以上。

数据来源：各部委官网，地方政府官网，东吴证券研究所整理

下面我们以公司设备下游应用占比较高的公路、铁路领域为例。根据《中长期铁路网规划》：到 2020 年铁路网规模要达到 15 万公里，其中高速铁路 3 万公里，覆盖 80%以上的大城市；到 2025 年铁路网规模目标 17.5 万公里，其中高速铁路 3.8 万公里；**到 2030 年基本实现内外互联互通、区际多路畅通、省会高铁连通、地市快速通达、县域**

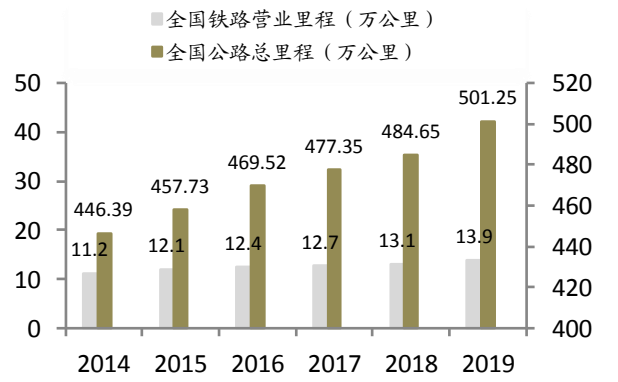
基本覆盖。随着我国对铁路及公路等基础设施的持续投资，基础设施建设单位大量购置或更新其钢筋加工装备，为钢筋加工装备制造企业带来了旺盛的市场需求。

图 9：我国公路、铁路投资完成额稳定增长



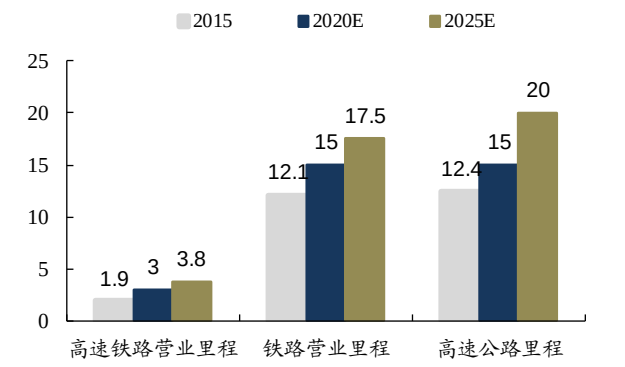
数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图 10：2014-2019 年我国公路、铁路里程稳定增长



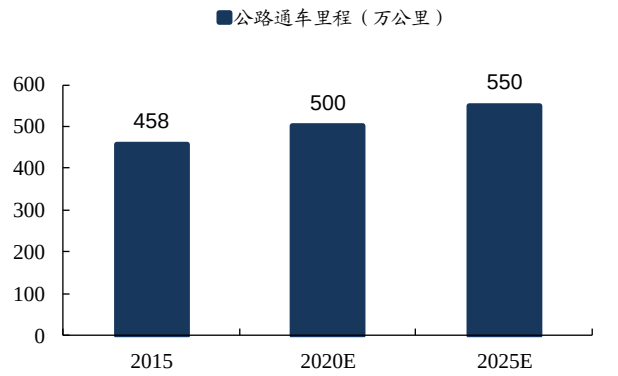
数据来源：《2019 年交通运输行业发展统计公报》，东吴证券研究所

图 11：未来 5 年我国将新建大批铁路、高速公路项目



数据来源：中长期铁路网规划，“十三五”综合交通运输发展指标，东吴证券研究所

图 12：未来 5 年我国公路总里程将保持稳定增长



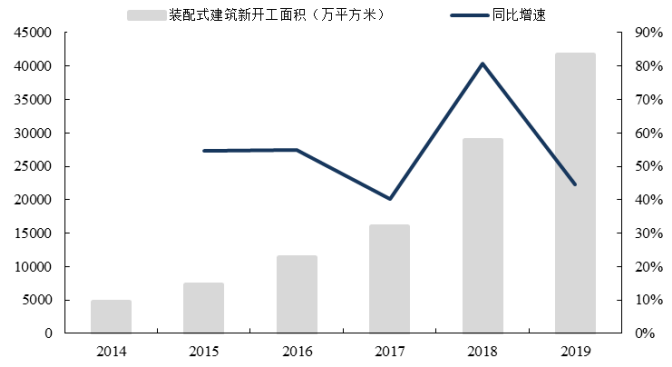
数据来源：“十三五”综合交通运输发展指标，东吴证券研究所（注：2025 年为历史趋势预测值）

2.1.2. 装配式建筑正处在黄金发展期，钢筋加工设备需求有望快速释放

装配式建筑凭借其结构牢固、节能环保，施工进度快等优点，符合绿色建筑的要求，受到国家政策大力支持，已成为未来的发展趋势。

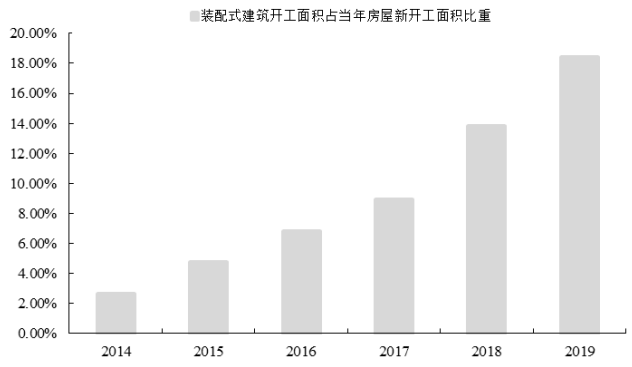
2016 我国装配式建筑新开工面积 1.14 亿平方米，2019 年提升至 4.18 亿平方米，2016-2019 年 CAGR 高达 54%，装配式建筑新开工面积占比也由 2016 年的 6.8%提升至 2019 年的 18.4%。

图 13: 2016-2019 我国装配式建筑新开工面积 CAGR 达 54%



数据来源：住建部，东吴证券研究所

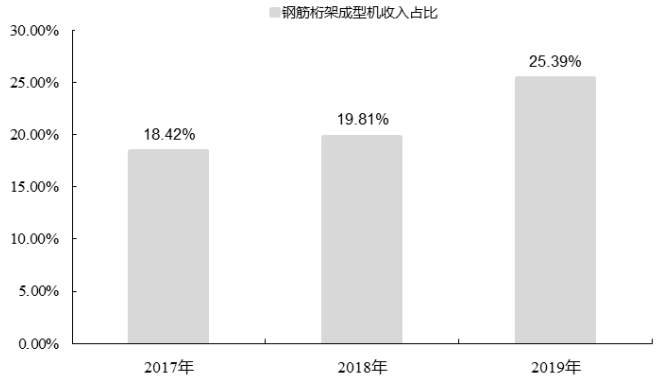
图 14: 我国装配式建筑新开工面积占房屋新开工面积的比重稳步提升



数据来源：国家统计局，住建部，东吴证券研究所

以公司为例，受益装配式建筑产业高速发展，中国建筑、远大住工、成都建工、三一集团、中民筑友等大型国企及民营企业大量采购公司生产的数控钢筋加工装备用于生产装配式建筑所需的预制梁、预制柱、外墙板、内墙板、叠合板等预制件。2017-2019 年公司装配式建筑领域产品的销售数量及销售收入增长较快，我们以用于装配式建筑的钢筋桁架成型机为例，2017 年占公司收入比例为 18.42%，2019 年提升至 25.39%。

图 6: 用于装配式建筑钢筋桁架成型机占公司收入比例持续提升



数据来源：建科机械招股说明书，东吴证券研究所

住建部数据，2019 年我国装配式建筑的渗透率约为 13.4%，根据国家政策规划目标，2026 年我国装配式建筑占新建建筑的比例达到 30%。

表 4：国家从 2016 年起力争用十年时间使装配式建筑占新建建筑的比例达到 30%

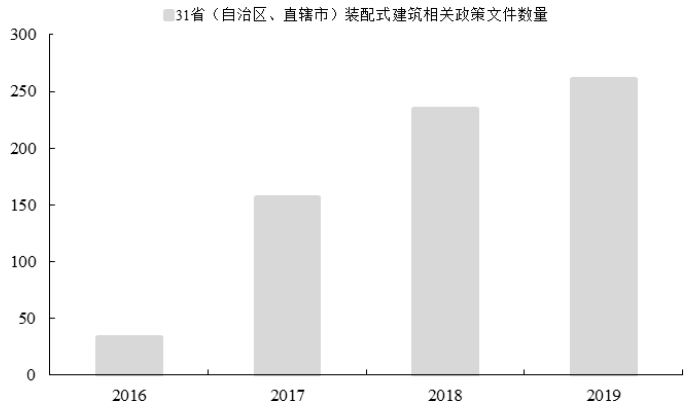
时间	政策	主要内容
2016.02.21	《国务院关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》	建设国家级装配式建筑生产基地**力争用 10 年左右时间，使装配式建筑占新建建筑的比例达到 30%。**
2017.02.24	《国务院办公厅关于促进建筑业持续健康发展的意见》	大力发展装配式混凝土和钢结构建筑，不断提高装配式建筑在新建建筑中的比例，力争用 10 年左右，使装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 30%。
2017.03.23	《“十三五”装配式建筑行动方案》以及配套管理办法等三大文件	明确 2020 年前全国装配式建筑占新建比例达 15%，其中重点推进地区 20%以上，积极推进地区达到 15%以上，鼓励推进地区达到 10%以上；培育 50 个以上的装配式建筑示范城市、200 个以上产业基地和 500 个以上示范工程，建设 30 个以上科技创新基地。
2017.06.13	《贯彻落实<国务院办公厅关于促进建筑业持续健康发展的意见>重点任务分工方案》	由住房城乡建设部协同 18 部委制定，重点分工方案分为 7 大部分 20 项内容。
2017.04.26	《建筑业发展“十三五”规划》	到 2020 年，装配式建筑面积占新建建筑面积比例达到 15%；建设装配式建筑产业基地，推动装配式混凝土结构、钢结构和现代木结构发展。
2017.11.09	《关于认定第一批装配式建筑示范城市和产业基地的函》	**认定 30 个城市为第一批 PC 建筑示范城市，195 个企业为第一批 PC 建筑产业基地。**
2018.07	《国务院关于印发打赢蓝天保卫战三年行动计划的通知》	2018 年底前，各地建立施工工地管理清单。因地制宜稳步发展装配式建筑。
2019.11	《装配式住宅建筑检测技术标准》	批准《装配式住宅建筑检测技术标准》为行业标准，自 2020 年 6 月 1 日起实施。
2019-2020 年	关于扎实开展钢结构装配式住宅建设试点创建工作的通知	住房和城乡建设部办公厅接连批复同意山东省、湖南省等省市开展“钢结构装配式住宅”建设试点，试点期限均为 3 年（2019 年--2021 年）。要求**扎实推进钢结构装配式住宅建设试点，打造完整产业链。**

数据来源：住建部官网，中国政府网，东吴证券研究所整理

除了中央层面，全国 31 个省（自治区、直辖市）均出台了推进装配式建筑发展的相关政策文件。2016 年我国 31 省（自治区、直辖市）出台的装配式建筑发展的相关政策文件为 33 个，到 2019 年提升到 261 个。

我们认为，从中央到地方，不断完善配套政策和细化落实措施，特别是各项经济激励政策和技术标准为推动装配式建筑发展提供了制度保障和技术支撑。综上，我们判断国内装配式建筑已经处在黄金快速发展时期，全自动数控钢筋加工装备需求将会迎来快速增长。

图 15：2016-2019 年地方出台装配式建筑相关政策文件数量快速提升



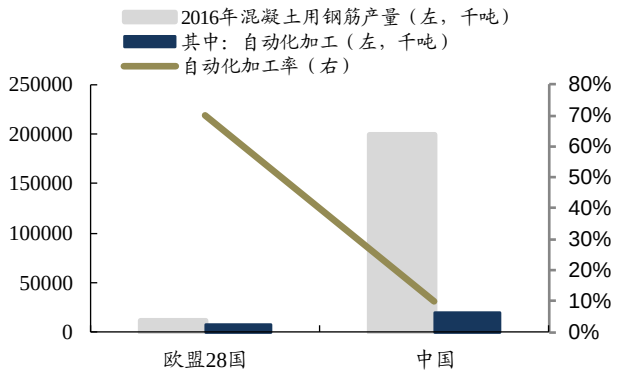
数据来源：住建部，东吴证券研究所

2.2. 我国数控加工钢筋渗透率较低，有较大的提升空间

随着劳动力成本日益上升，国家对基础设施以及其他建筑质量的要求日益严格，传统落后的工人手工加工为主的钢筋加工模式正被逐步淘汰，采用自动化加工工艺取代手工及半自动加工工艺成为未来趋势，国内数控钢筋加工装备行业发展迎来机遇。

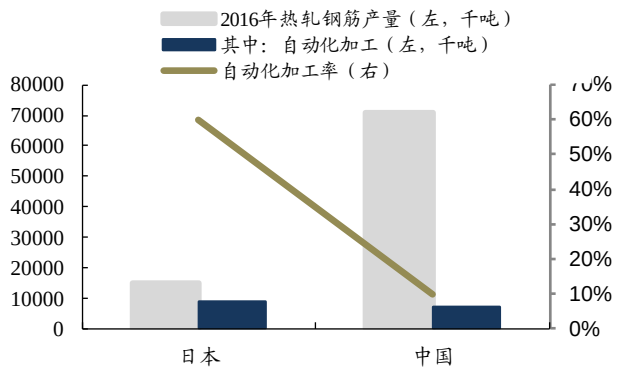
我国数控加工钢筋比例仅 10%，远低于发达国家 60%以上的水平。我国绝大多数建筑施工仍采用现场钢筋加工方式，而现场主要采用手工或简易机械加工钢筋，每年使用数控钢筋设备加工的钢筋量仅占总量的 10%左右。发达国家大规模采用自动化机械加工钢筋，钢筋工厂集中加工比例在欧洲已达 70%、日本达 60%；新加坡、中国台湾平均 50 公里就有一座钢筋加工配送中心。

图 16: 我国自动化钢筋加工率仅 10%，远低于欧洲 70%



数据来源：Wind，国际钢铁协会，东吴证券研究所

图 17: 我国自动化钢筋加工率仅 10%，远低于日本 60%



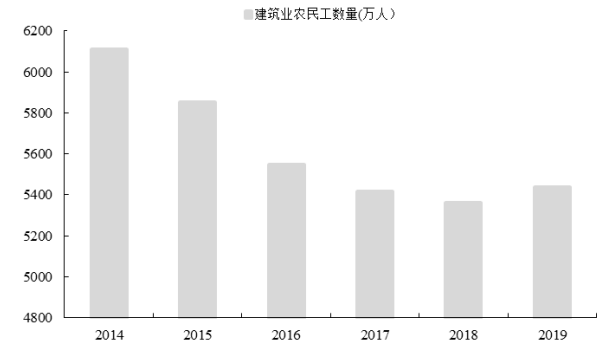
数据来源：Wind，国际钢铁协会，东吴证券研究所

我国钢筋消费量大，自动化加工水平低，随着国内人工成本上升、绿色建筑推广，

数控钢筋加工行业迎来黄金发展期:

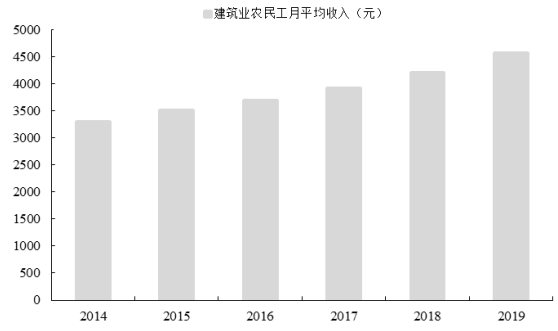
①一方面，传统的钢筋加工方式下，占用的劳动力多，劳动强度大，生产效率低，安全隐患较大，难以管理。2014 年以来我国建筑业农民工呈现下降趋势，与项目工程量、质量提升形成鲜明反差，是我国建筑行业面临的现状。

图 18: 国内建筑业农民工数量呈下行趋势



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图 19: 国内建筑业农民工平均工资稳步提升



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

②另一方面，智能数控钢筋加工设备，实现了钢筋加工的全过程自动化，能提高劳动生产率，降低劳动强度，保证工程质量，节约施工成本。

根据《智能数控钢筋设备在工程施工中的推广应用》，人工加工直径 1.2-1.3m/1.5-1.8 m/2.0-2.5m 钢筋笼的工费成本，分别是半自动滚焊机的 3.1/2.4/2.0 倍、全自动滚焊机的 6.3/6.0/7.0 倍。除此之外，人工加工/半自动钢筋笼滚焊机/全自动钢筋笼滚焊机的检查项目合格率分别为 85%/95%/100%。

表 5: 全自动钢筋笼加工制作效益优于人工及半自动加工

钢筋笼加工方式	钢筋笼直径（m）	钢筋笼长度（m/节）	钢筋笼重量（kg/m）	所需工人（个）	用工时间（小时）	工费（元）	检查项目合格率（%）
人工加工	1.2~1.3	9~12	70-80	5	5	750	85
	1.5~1.8	9~12	150-190	6	6	1080	85
	2.0~2.5	9~12	330-350	7	7	1470	82
半自动钢筋笼滚焊机	1.2~1.3	9~12	70-80	2	4	240	95
	1.5~1.8	9~12	150-190	3	5	450	95
	2.0~2.5	9~12	330-350	4	6	720	95
全自动钢筋笼滚焊机	**1.2~1.3**	**9~12**	**70-80**	**2**	**2**	**120**	**100**
	1.5~1.8	**9~12**	**150-190**	**2**	**3**	**180**	**100**
	2.0~2.5	**9~12**	**330-350**	**2**	**3.5**	**210**	**100**

数据来源：李显《智能数控钢筋设备在工程施工中的推广应用》，东吴证券研究所

对于工程量大、质量要求高的项目，数控钢筋相对人工加工具有显著成本优势。以青岛新机场高铁站房工程为例：该重点工程耗用钢筋总量约 10 万吨，钢筋用量大、要

求加工精度高，且工期较为紧张，高峰期钢筋日绑扎梁约为 300 吨。数控钢筋加工设备综合成本优势突出，且加工成型产品精度高，不会产生钢筋锈蚀，保证了钢筋混凝土的质量，同时每吨数控钢筋可节省 30%以上成本，按总钢筋耗用量计算仅可量化成本就降低 1070 万元。

表 6：青岛新机场高铁站房工程成本预算表：每吨数控钢筋可节省 30%以上加工成本

钢筋加工成本组成	传统加工方式	数控钢筋加工方式	说明
加工费	200 元/吨	198 元/吨	
材料损耗	5%以上	1.50%	钢材按 3000 元/吨计算
材料损耗成本	150 元/吨	45 元/吨	
可量化综合成本	350 元/吨	243 元/吨	
可量化成本差额	**350 元/吨-242 元/吨=107 元/吨**		**每吨数控钢筋可节省 30%以上加工成本，按总耗用量计算可量化成本减少 1070 万元**
隐形成本	**大**	**小**	**丢失、损耗率、窝工等**

数据来源：栾中洋《钢筋集中加工配送模式研究》，东吴证券研究所

2.3. 预计到 2025 年我国数控钢筋加工设备市场规模达 17.8- 38.0 亿元

本章节我们对未来几年我国钢筋加工设备市场做测算，关键假设如下：

①基建加码，装配式建筑发展，钢筋产量稳步提升，2019-2025 年国内钢筋产量 CAGR 取 5%;

②2019 年我国数控加工钢筋比例仅 10%，按照 100 万元数控钢筋加工装备年加工 1 万吨钢筋计算，例如 2019 年我国钢筋产 4.07 亿吨，数控钢筋设备保有量市场规模约 40.7 亿元;

③钢筋加工设备的使用寿命假定 8-10 年，考虑到设备升级速度较快，我们取 8 年计算;

④2019-2025 年我国数控加工钢筋的渗透率按线性比例提升，我们分悲观、中性和乐观，对应每年设备渗透率提升 1.5%、3%和 4.5%。

测算结果显示，在悲观、中性和乐观三种渗透率提升假设下，我们预计到 2025 年我国数控钢筋加工设备市场规模达 17.8、27.9 和 38.0 亿元，2019-2025 行业复合增速 9.5%、18%和 24.2%。

表 7：预计 2020-2025 年数控钢筋加工设备市场规模 CAGR 为 9.5%-24.2%

设备渗透率年均提升		年份	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	CAGR
		钢筋产量（亿吨）	4.07	4.27	4.48	4.71	4.94	5.19	5.45	
悲观	1.5%	数控钢筋设备保有量市场规模（亿元）	40.7	49.1	58.3	68.2	79.1	90.8	103.5	
		增量需求（亿元）	5.3	8.4	9.2	10.0	10.8	11.7	12.7	
		更新需求（亿元）	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	
		数控钢筋加工设备市场规模	**10.3**	**13.5**	**14.3**	**15.1**	**15.9**	**16.8**	**17.8**	**9.5%**
中性	3%	数控钢筋设备保有量市场规模（亿元）	40.7	55.5	71.7	89.4	108.7	129.7	152.5	
		增量需求（亿元）	5.3	14.8	16.2	17.7	19.3	21.0	22.8	
		更新需求（亿元）	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	
		数控钢筋加工设备市场规模	**10.3**	**19.9**	**21.3**	**22.8**	**24.4**	**26.1**	**27.9**	**18.0%**
乐观	4.5%	数控钢筋设备保有量市场规模（亿元）	40.7	61.9	85.2	110.6	138.4	168.6	201.6	
		增量需求（亿元）	5.3	21.2	23.3	25.4	27.8	30.3	32.9	
		更新需求（亿元）	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	
		数控钢筋加工设备市场规模	**10.3**	**26.3**	**28.3**	**30.5**	**32.8**	**35.3**	**38.0**	**24.2%**

数据来源：国家统计局，东吴证券研究所测算

3. 绑定大客户，高端产品持续优化，募投扩产打开公司成长空间

作为行业内绝对龙头，公司占领了国内中高端市场 60%以上份额，最先受益未来行业持续增长红利：（1）公司产品技术含量较高，深度绑定下游大客户，龙头地位稳固；（2）技术难度更大的组合机、强化机收入占比稳步提升，产品结构高端化；（3）募投扩产满足下游需求，业绩有望加速释放。

国外数控钢筋加工装备市场比较成熟，市场集中度较高，其主要面向欧美中高端客户市场。国内市场发展初期，数控钢筋加工装备主要依靠进口，随着内资品牌的技术水平不断提升，国产装备凭借高产品性价比逐渐形成进口替代，而且开始出口海外市场。**公司产品定位中高端：相较国内竞争对手具有产品性能优势，相对较海外竞争对手具有价格及服务优势，目前已占据国内中高端市场 60%以上份额。**

表 8：建科机械在国内外市场的主要竞争对手

企业类型	企业名称	简介
国外市场	意大利 MEP 集团	1966 年成立，全球最大的钢筋加工装备制造商之一，拥有国际先进技术，主要客户群体为欧美高端客户市场。
	意大利施耐尔集团	1962 年成立，能提供全套钢筋加工解决方案，在我国设有独资厂商施耐尔机械（天津）有限公司。
	德国 Pedax 公司	1997 年成立，为全球主要数控钢筋加工装备生产商之一。
	奥地利 EVG 集团	1949 年成立，业界公认的钢筋网成型机装备技术领先企业，主要客户群体为欧美高端客户市场。
国内市场	廊坊凯博建设机械科技有限公司	2003 年成立，是中国建筑科学研究院的国有化科技型高新技术企业，涉及建筑施工的多个领域。
	康振智能装备（深圳）股份有限公司	2009 年成立，是一家集设计研发、生产销售和服务一体化的专业化、高科技公司。
	山东连环机械科技有限公司	2014 年成立，从国外引进高级技术人才，致力于智能化数控钢筋深加工装备的制造和加工配送，是国内钢筋加工装备制造和钢筋制品加工行业的知名企业。
	天津银丰机械系统工程有限公司	2010 年成立，生产智能化钢筋加工机械等自动化成套设备，拥有高素质的人员和制造设备、检测仪器。

数据来源：建科机械招股说明书，东吴证券研究所

公司深度绑定下游大客户，最先受益行业红利释放。中高端数控钢筋加工装备行业具有较高的技术及客户壁垒，行业中小厂商缺乏长期的技术积累和研发投入，在拓展高端大客户面临较大障碍。公司在行业积淀了十余年的技术经验及资源，主要客户为中国中铁、中国铁建及中国建筑等国内大型企业，尤其在装配式建筑领域，深度绑定 PC 构件制造龙头远大住工，形成独特的竞争优势。

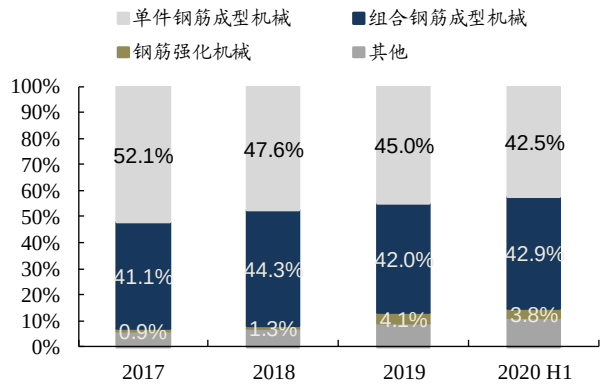
图 20：建科机械的主要客户为我国大型国企或上市公司，客户资源丰富

数据来源：建科机械招股说明书，东吴证券研究所

收入结构优化，技术难度更大的组合机、强化机占比持续提升。①公司主营产品分为单件/组合/强化设备三大板块，组合钢筋成型机械、钢筋强化机械的生产技术集成度高、开发难度大、制造工艺复杂，具有较高的技术门槛。②2017-2019年单件/组合/强化设备收入占比分别变动-7.1/+0.9/+3.1pct，2019年公司销售额占公司总收入分别为45.0%/42.0%/ 4.1%，2020H1组合钢筋机械收入首次超过单件机械。

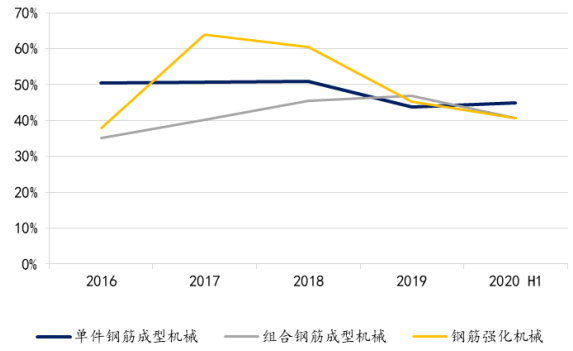
从毛利率来看，组合成型机上升趋势显著，而单机成型机毛利率有所下降，我们判断系单件产品技术水平相对较低，行业竞争加剧导致。2019年公司单件/组合/强化设备分别为43.7%/46.8%/45.3%，组合钢筋成型机毛利率已超过单件机。**受益高端产品结构持续优化，公司在保持竞争力的同时，整体盈利能力有望得到充分保障。**

图 21：公司技术门槛更高的组合机、强化机产品收入占比持续提升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 22：2019 年公司组合机毛利率已超过单件机



数据来源：Wind，东吴证券研究所

募投项目打破产能瓶颈，公司成长空间进一步打开。2017-2019 年产能利用率分别为 96.92%、103.31%、88.08%，产能接近饱和。2020 年 3 月公司登录创业板上市，募集资金净额 3.3 亿元，将用于数控钢筋加工装备智能制造中心技术改造项目、技术研发测试中心项目、补充流动资金以及偿还银行贷款。本次募投项目建成后将新增公司产能 1070 台（套），产能提升 82.3%。作为行业内唯一上市企业，公司在生产、研发投入及资金周转等方面的优势将进一步扩大，行业领先地位有望持续巩固。

表 9：公司 2017-2019 年产能利用率达 88%-103%，产能亟待扩张

年份	产能（台/套）	产量（台/套）	销量（台/套）	产能利用率	产销率
2017 年	1300	1260	1165	96.92%	92.46%
2018 年	1300	1343	1238	103.31%	92.18%
2019 年	1300	1145	1110	88.08%	96.94%

数据来源：建科机械招股说明书，东吴证券研究所

表 10：IPO 募投项目建成达产后将新增公司产能 1070 台（套），打破公司产能瓶颈

项目名称	募集资金投资额（万元）	占比	建设期
数控钢筋加工装备智能制造中心技术改造项目	17500	53%	24 个月
技术研发测试中心项目	5500	17%	24 个月
偿还银行借款	5000	15%	-
补充流动资金	5000	15%	-
合计	**33000**	**100%**	**-**

数据来源：建科机械招股说明书，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

核心假设：

1）单件钢筋成型机械：近三年公司件钢筋成型机产销量、收入增速均有所下滑，我们判断系公司产能紧张下，优先满足中高端产品生产所致。募投产能完成后，预计单件钢筋成型机收入增速有望触底回升。我们预计 2020-2022 年单件钢筋成型机械收入增速为 15.00%/25.00%/30.00%。公司历年单件设备毛利率位于 50%附近，我们预计 2020-2022 毛利率 45.00%/45.00%/45.00%维持高水平。

2）组合钢筋成型机械：大型基建项目及装配式建筑对于设备要求较高，我们判断未来组合钢筋成型机械需求将加速释放，预计未来组合机械收入占总收入比例将会提升，2020-2022 年组合钢筋成型机械收入增速为 10.00%/30.00%/30.00%；随着行业供求结构优化及公司技术水平提升，我们预计组合设备毛利率 45.00%/46.00%/47.00%。

3）钢筋强化机械：钢筋强化机械近三年产销量持续加大，是公司三大业务中增速最快的领域，随着产能扩张高增速有望持续。我们预计 2020-2022 年钢筋强化机械收入增速为 20.00%/40.00%/50.00%，毛利率为 45.00%/48.00%/48.00%。

4）备件及其他：随着公司产品销售量加大，存量设备后市场需求释放有望加速。我们预计 2020-2022 年备件及其他收入增速为 30.00%/60.00%/60.00%，毛利率为 70.00%/70.00%/70.00%。

5）其他业务：公司其他业务主要为边角料收入，历年收入规模较小，2019 年仅占总收入的 1%。我们预计 2020-2022 年其他业务收入增速为 5.00%/10.00%/10.00%，毛利率为 95%/95%/95%。

盈利预测：

基于以上假设，我们预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 5.42/7.08/9.49 亿元，分别同比增长 14.16%/30.61%/33.99%。公司 2020-2022 年的净利润分别为 1.00/1.36/1.88 亿元，分别同比增长 18.27%/36.72%/38.00%。

表 11：建科机械分业务收入预测（百万元）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
单件钢筋成型机械	215.25	213.92	246.01	307.51	399.76
YoY	5.23%	-0.63%	15.00%	25.00%	30.00%
毛利率	50.93%	43.73%	45.00%	45.00%	45.00%
组合钢筋成型机械	200.63	199.61	219.57	285.44	371.07
YoY	24.42%	-0.51%	10.00%	30.00%	30.00%
毛利率	45.48%	46.82%	45.00%	46.00%	47.00%
钢筋强化机械	6.08	19.30	23.16	32.42	48.64
YoY	64.13%	217.43%	20.00%	40.00%	50.00%
毛利率	60.42%	45.34%	45.00%	48.00%	48.00%
备件及其他	25.55	36.93	48.01	76.81	122.90
YoY	27.55%	44.58%	30.00%	60.00%	60.00%
毛利率	69.44%	74.37%	70.00%	70.00%	70.00%
其他业务	5.13	5.34	5.61	6.17	6.78
YoY	81.23%	4.16%	5.00%	10.00%	10.00%
毛利率	99.91%	97.19%	95.00%	95.00%	95.00%
公司营业总收入	452.64	475.10	542.36	708.36	949.16
YoY	15.36%	4.96%	14.16%	30.61%	33.99%
毛利率	50.24%	48.08%	47.73%	48.69%	49.53%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.06/1.45/2.01 元，当前股价对应动态 PE 分别为 36.93/27.01/19.57 X。考虑到未来国内钢筋需求维持高位，数控加工装备行业增长确定性强，公司产能扩下份额有望加速提升，首次覆盖予以“增持”评级。

表 12：可比公司估值表

代码	公司	收盘价（元）	EPS（元）			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
600984	建设机械	23.64	0.78	1.21	1.59	30	20	15
600507	方大特钢	5.66	0.80	0.83	0.88	7	7	6
600031	三一重工	23.18	1.79	2.08	2.23	13	11	10
300823	**建科机械**	**39.29**	**1.06**	**1.45**	**2.01**	**37**	**27**	**20**

数据来源：Wind，东吴证券研究所（数据截至 2020 年 9 月 4 日收盘价，其中建设机械、三一重工为东吴预测，方大特钢为 Wind 一致预测）

5. 风险提示

基建项目开工不及预期。数控钢筋加工装备制造业需求状况与下游基建开工等领域密切相关，若未来基建政策支持力度减弱、投资进度放缓、基建项目开工下滑，直接影响公司产品的销售情况。

竞争加剧导致利润率下滑。国内数控钢筋加工装备行业处于快速发展期，随着需求持续释放，可能吸引国内外竞争者加入竞争，导致公司利润率下降。

原材料价格大幅上涨。公司产品的直接材料成本占主营业务成本比例达 60%，其中钢材采购成本占 25%，且受市场价格波动较大。若原材料价格大幅度上涨，将对公司盈利能力造成不利影响。

应收账款回收风险。2019 年公司应收账款占总资产比例达 25.72%，尽管公司主要客户为中国中铁等国内大型企业，账款回收情况较好，但由于应收账款规模较大，一旦出现坏账减值可能会对业绩造成较大影响，并且加大公司营运资金压力。

建科机械三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**610**	**968**	**1074**	**1331**
现金	153	359	284	279
应收账款	250	371	485	650
存货	203	233	299	394
其他流动资产	4	4	6	7
非流动资产	**250**	**356**	**451**	**477**
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	175	248	335	379
在建工程	0	35	45	28
无形资产	62	60	58	56
其他非流动资产	13	13	13	13
资产总计	**860**	**1323**	**1525**	**1808**
流动负债	**333**	**382**	**467**	**591**
短期借款	83	83	83	83
应付账款	128	147	189	249
其他流动负债	122	151	195	259
非流动负债	**3**	**3**	**3**	**3**
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	3	3	3	3
负债合计	**336**	**385**	**470**	**594**
少数股东权益	4	4	4	4
归属母公司股东权益	520	935	1050	1210
负债和股东权益	**860**	**1323**	**1525**	**1808**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	93	15	73	90
投资活动现金流	-9	-124	-127	-67
筹资活动现金流	-43	315	-20	-28
现金净增加额	42	206	-75	-5
折旧和摊销	24	24	32	41
资本开支	1	-124	-127	-67
营运资本变动	9	-109	-95	-138

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**475**	**542**	**708**	**949**
减:营业成本	247	283	363	479
营业税金及附加	7	11	14	19
营业费用	51	65	85	114
管理费用	33	70	91	121
财务费用	5	1	0	1
资产减值损失	-5	0	0	0
加:投资净收益	0	0	0	0
其他收益	-39	2	2	2
营业利润	**99**	**114**	**157**	**218**
加:营业外净收支	1	3	3	3
利润总额	**99**	**117**	**160**	**221**
减:所得税费用	13	18	24	33
少数股东损益	2	0	0	0
归属母公司净利润	**84**	**100**	**136**	**188**
EBIT	133	115	157	219
EBITDA	157	139	190	259

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	1.20	1.06	1.45	2.01
每股净资产(元)	7.41	9.99	11.23	12.93
发行在外股份(百万股)	70	94	94	94
ROIC(%)	19.3%	13.5%	14.6%	17.1%
ROE(%)	16.2%	10.6%	13.0%	15.5%
毛利率(%)	48.1%	47.7%	48.7%	49.5%
销售净利率(%)	17.7%	18.4%	19.2%	19.8%
资产负债率(%)	39.1%	29.1%	30.9%	32.9%
收入增长率(%)	5.0%	14.2%	30.6%	34.0%
净利润增长率(%)	5.8%	18.3%	36.7%	38.0%
P/E	32.75	36.93	27.01	19.57
P/B	5.30	3.93	3.50	3.04
EV/EBITDA	19.64	22.60	17.02	12.92

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn