

# 精工钢构 (600496.SH)

## 省外拓展再提速，彰显 EPC 核心竞争力

首次突破甘肃 EPC 项目，业务全国化拓展持续顺利。公司公告中标甘肃省张掖奥体中心建设项目 (EPC) 总承包，中标金额 4.34 亿元，系公司新业务在甘肃省首次突破，亦是公司继杭州亚运会棒 (垒) 球体育文化中心项目 EPC 总承包后又一体育场类 EPC 项目。公司依托在钢结构建筑领域较强的技术优势与品牌实力，继近期切入安徽总承包市场后，再次成功开拓甘肃市场，省外业务持续拓展，彰显较强的 EPC 核心竞争力。公司当前正从“建筑钢结构”专业分包商向“钢结构建筑”EPC 工程总承包商转型，在业务体量快速增长的同时有望明显改善盈利能力与回款。我们预计公司 2020 年签订装配式+EPC 新业务订单已达 55 亿，预计占全部新签订单比例已达 30%，高利润率新业务占比显著提升，已成为公司盈利增长重要引擎。

**EPC 模式可实现高效交付，全生命周期信息化管控促降本增效。** 施工方面，EPC 模式可简化管理、节约工期、明确责任、控制成本，较好解决项目超概和工期超时等问题，近年来持续较快推广，公司在钢结构建筑 EPC 领域布局多年，已积累大量专业能力与管理经验，有望集中受益。**营销方面**，公司具备较强产品化营销思路，以钢结构为核心的产品体系覆盖公建、工业、住宅三大市场，可满足各类主流建造需求。**信息化方面**，公司已建立涵盖设计、制造生产到安装施工和运维管理等项目全生命周期得信息化管控系统，在诸多工程中较好运用，该系统不仅可提升建筑品质、强化产品竞争力，亦可优化生产效率、提升项目成本控制能力。

**制造业恢复提振钢构厂房需求，行业龙头有望受益。** 2020 年 1-11 月我国制造业投资下降 3.5%，较上月收窄 1.8 个 pct，11 月单月增长 12.5%，较上月大幅加速 8.8 个 pct，制造业投资快速恢复。当前疫情环境下海外对中国制造需求不断增长，国内制造业企业盈利能力持续回升，扩大资本开支的动力和能力已具备，2021 年我国制造业投资有望加快，提振钢构厂房建设需求。我们预计 2020 年公司新签订单中工业建筑占比约 40%，作为工业钢构龙头，公司有望持续受益制造业景气度回升。

**投资建议：**我们预测 2020-2022 年公司归母净利润为 6.5/8.1/10.2 亿元，EPS 为 0.32/0.40/0.50 元 (2019-2022 年 CAGR 为 36%)，当前股价对应 PE 分别为 14/11/9 倍，鉴于公司装配式 EPC 新业务成长性优异，有望持续受益钢结构建筑快速发展，维持“买入”评级。

**风险提示：**EPC 及装配式建筑业务拓展不及预期风险，钢结构行业景气度下行风险，钢材价格波动风险，市场竞争加剧风险等。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	8,631	10,235	12,508	15,384	19,043
增长率 yoy (%)	32.1	18.6	22.2	23.0	23.8
归母净利润 (百万元)	182	403	649	812	1,016
增长率 yoy (%)	193.0	122.0	60.9	25.1	25.2
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.09	0.20	0.32	0.40	0.50
净资产收益率 (%)	3.7	7.6	9.4	10.5	11.7
P/E (倍)	50.7	22.9	14.2	11.4	9.1
P/B (倍)	1.9	1.8	1.3	1.2	1.1

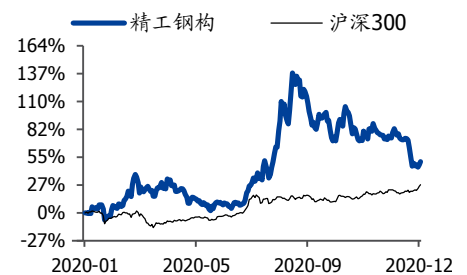
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (维持)

### 股票信息

行业	专业工程
前次评级	买入
最新收盘价	4.58
总市值(百万元)	9,218.96
总股本(百万股)	2,012.87
其中自由流通股(%)	75.04
30 日日均成交量(百万股)	19.08

### 股价走势



### 作者

分析师 何亚轩

执业证书编号: S0680518030004

邮箱: heyaxuan@gszq.com

分析师 程龙戈

执业证书编号: S0680518010003

邮箱: chenglongge@gszq.com

分析师 廖文强

执业证书编号: S0680519070003

邮箱: liaowenqiang@gszq.com

分析师 夏天

执业证书编号: S0680518010001

邮箱: xiatian@gszq.com

### 相关研究

- 1、《精工钢构 (600496.SH): 省外装配式业务持续拓展，学校类项目提速》2020-12-16
- 2、《精工钢构 (600496.SH): Q3 业绩延续高速增长趋势，盈利能力持续增强》2020-10-27
- 3、《精工钢构 (600496.SH): Q3 签单稳步增长，医院装配式 EPC 持续开拓》2020-10-14



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	10278	10576	14061	16144	20167
现金	1857	2035	3306	3933	4683
应收票据及应收账款	1767	2049	2419	3176	3565
其他应收款	405	373	578	591	856
预付账款	1001	714	1382	1196	1995
存货	5206	5297	6267	7140	8958
其他流动资产	41	109	109	109	109
<b>非流动资产</b>	3036	3189	3161	3125	3094
长期投资	757	810	873	937	1000
固定资产	770	869	832	783	723
无形资产	270	317	308	298	296
其他非流动资产	1238	1192	1147	1107	1074
<b>资产总计</b>	13314	13765	17221	19270	23260
<b>流动负债</b>	7760	8188	9964	11172	14141
短期借款	1688	1442	1500	1550	1670
应付票据及应付账款	4526	5148	6514	7679	9722
其他流动负债	1546	1599	1950	1943	2749
<b>非流动负债</b>	653	294	368	422	456
长期借款	593	30	104	158	192
其他非流动负债	60	264	264	264	264
<b>负债合计</b>	8414	8482	10332	11594	14597
少数股东权益	24	19	18	16	12
股本	1810	1810	2013	2013	2013
资本公积	980	957	1754	1754	1754
留存收益	2016	2398	2985	3729	4638
归属母公司股东权益	4876	5264	6871	7660	8652
<b>负债和股东权益</b>	13314	13765	17221	19270	23260

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	-234	546	669	764	877
净利润	181	400	648	809	1012
折旧摊销	100	113	99	103	107
财务费用	161	156	161	190	222
投资损失	2	-43	-17	-20	-19
营运资金变动	-742	-194	-222	-318	-444
其他经营现金流	63	113	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-225	-84	-54	-48	-55
资本支出	162	96	-91	-100	-95
长期投资	-82	-46	-63	-69	-63
其他投资现金流	-145	-34	-208	-216	-214
<b>筹资活动现金流</b>	480	-667	655	-89	-72
短期借款	255	-247	58	50	120
长期借款	-509	-563	74	54	34
普通股增加	300	0	202	0	0
资本公积增加	648	-24	798	0	0
其他筹资现金流	-214	167	-477	-193	-226
<b>现金净增加额</b>	17	-201	1270	627	750

**利润表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	8631	10235	12508	15384	19043
营业成本	7451	8681	10465	12737	15615
营业税金及附加	43	46	88	111	171
营业费用	113	146	176	215	335
管理费用	320	363	438	554	724
研发费用	293	402	482	677	857
财务费用	161	156	161	190	222
资产减值损失	69	2	3	28	22
其他收益	9	23	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-2	43	17	20	19
资产处置收益	5	6	0	0	0
<b>营业利润</b>	192	399	712	893	1116
营业外收入	15	14	13	12	14
营业外支出	6	5	6	6	6
<b>利润总额</b>	201	408	720	899	1124
所得税	20	8	72	90	112
<b>净利润</b>	181	400	648	809	1012
少数股东损益	-1	-3	-1	-2	-4
<b>归属母公司净利润</b>	182	403	649	812	1016
EBITDA	387	549	830	990	1205
EPS (元)	0.09	0.20	0.32	0.40	0.50

**主要财务比率**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	32.1	18.6	22.2	23.0	23.8
营业利润(%)	135.8	107.7	78.6	25.4	25.0
归属于母公司净利润(%)	193.0	122.0	60.9	25.1	25.2
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	13.7	15.2	16.3	17.2	18.0
净利率(%)	2.1	3.9	5.2	5.3	5.3
ROE(%)	3.7	7.6	9.4	10.5	11.7
ROIC(%)	3.5	5.9	7.5	8.3	9.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	63.2	61.6	60.0	60.2	62.8
净负债比率(%)	12.3	0.0	-20.5	-25.0	-28.7
流动比率	1.3	1.3	1.4	1.4	1.4
速动比率	0.5	0.5	0.6	0.7	0.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8	0.9
应收账款周转率	4.7	5.4	5.6	5.5	5.7
应付账款周转率	1.9	1.8	1.8	1.8	1.8
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.09	0.20	0.32	0.40	0.50
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.12	0.27	0.33	0.38	0.44
每股净资产(最新摊薄)	2.42	2.62	3.41	3.81	4.30
<b>估值比率</b>					
P/E	50.7	22.9	14.2	11.4	9.1
P/B	1.9	1.8	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	25.4	16.8	9.4	7.4	5.6

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

图表 1: 公司新签 EPC 订单列表

公告日期	项目名称	金额 (亿元)
2017-09-18	温州肯恩大学学生宿舍二区工程设计施工总承包项目	1.91
2018-04-25	温州市现代冷链物流中心项目南区(装配式建筑)建设工程总承包(EPC)	4.09
2018-11-21	绍兴南部综合交通枢纽建设工程项目	3.21
2018-12-24	绍兴技师学院(筹)(绍兴市职业教育中心)易地新建工程 EPC 总承包项目	6.04
2019-01-10	绍兴国际会展中心一期 B 区工程 EPC 项目	23.50
2020-01-07	新绍兴市体校建设项目 EPC 总承包	3.57
2020-01-07	绍兴市公用事业集团镜湖总部工程、JH-10-07-05 地块及周边道路建设工程 EPC 总承包	3.28
2020-03-24	绍兴市妇幼保健院(绍兴市儿童医院)建设项目	11.28
2020-06-30	杭州亚运会棒(垒)球体育文化中心项目 EPC 总承包	12.40
2020-10-14	丽水市水阁卫生院迁建工程设计施工采购 EPC 总承包项目	3.62
2021-01-04	甘肃省张掖奥体中心建设项目(EPC)总承包	4.34
<b>合计</b>		<b>77.24</b>

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 2: 公司历史订单情况

季度	累计值 (亿元)						单季值 (亿元)		新业务累计 占比
	合计	同比	传统钢结构	同比	装配式及其他	同比	单季新签	单季同比	
2016Q2	39.06	56.3%	35.32	41.9%	3.74	3276.3%	21.68	53.2%	9.6%
2016Q3	54.14	22.6%	50.36	17.7%	3.78	172.3%	15.08	-21.4%	7.0%
2016Q4	70.04	26.4%	65.83	21.8%	4.21	203.3%	15.89	41.4%	6.0%
2017Q1	23.12	36.5%	20.25	25.2%	2.87	273.4%	23.12	36.5%	12.4%
2017Q2	49.90	27.8%	--	--	--	--	26.78	23.5%	--
2017Q3	86.26	59.3%	75.35	49.6%	10.90	188.4%	36.36	141.1%	12.6%
2017Q4	102.43	46.3%	88.67	39.1%	13.76	119.2%	16.17	1.8%	13.4%
2018Q1	31.08	34.4%	28.13	38.9%	2.95	3.0%	31.08	34.4%	9.5%
2018Q2	65.71	31.7%	--	--	--	--	34.63	29.3%	--
2018Q3	94.40	9.4%	83.63	11.0%	10.77	-1.2%	28.69	-21.1%	11.4%
2018Q4	122.70	19.8%	105.37	18.8%	17.33	25.9%	28.30	75.0%	14.1%
2019Q1	50.28	61.8%	50.11	71.7%	0.17	-91.0%	50.28	61.8%	0.3%
2019Q2	89.56	36.3%	--	--	--	--	39.28	13.4%	--
2019Q3	112.24	18.9%	--	--	--	--	22.68	-20.9%	--
2019Q4	140.42	14.5%	--	--	--	--	28.18	-0.4%	--
2020Q1	39.52	-21.4%	21.10	-57.9%	18.41	12685.0%	39.52	-21.4%	46.6%
2020Q2	99.74	11.4%	60.54	--	39.20	--	60.22	53.3%	39.3%
2020Q3	135.28	20.5%	95.28	13.6%	40.00	41.0%	35.54	56.7%	29.6%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com