

精工钢构(600496)

深度报告

二) 行业公司研究——建筑装饰行业一

证券研究报告

发力 EPC 叠加自研 BIM+赋能，钢结构龙头打开成长空间

——精工钢构深度报告

✍️ : 匡培钦 执业证书编号: S1230520070003
☎️ : 021-80108518
✉️ : kuangpeiqin@stocke.com.cn

报告导读

本报告分别从研发实力、经营模式两个方面分析精工钢构核心竞争力和业绩成长驱动因素。短期看，资金、资质双增背景下，EPC 业务和“专利授权”业务拓展提速有望带动公司业绩高增；中长期看，建筑信息化业务有望贡献新利润增长点并带来公司整体估值提升。

投资要点

□ 钢结构行业龙头，自主研发打造工程业务核心竞争力

精工钢构为国内钢结构行业龙头，20 年来相继承建国家体育场“鸟巢”、亚投行总部、北京大兴国际机场等一大批世界级钢结构建筑。技术端：自主研发的钢结构“八大技术体系”和绿筑 GBS 集成建筑体系构成公司核心竞争力，极大地增强钢结构工程订单承揽能力；营收端，2016-2019 年，公司营收由 60.7 亿元增至 102.4 亿元，CAGR+19.0%；利润端，2016-2019 年，公司归母净利润由 1.1 亿元增至 4.0 亿元，CAGR 高达+54.4%；新签订单方面，公司 2016-2020 年新签订单合同金额从 70.0 亿元扩张至 183.7 亿元，CAGR+27.3%。

□ “直营 EPC”+“专利授权”双轮驱动主业发展

公司主业由钢结构专业分包业务向“直营 EPC 总承包”+轻资产运营的“专利授权”业务转型。2018 年以来，直营 EPC 业务发展迅速，新签合同金额由 2018 年 13.3 亿元快增至 2020 年 45.0 亿元，总订单金额占比由 10.9%增至 24.5%。2017 年至今，专利授权业务共完成 8 笔，资源使用费合同金额合计 4.1 亿元。转型 EPC 带来财务端持续向好：毛利率由 2017 年 11.5%增至 2019 年 15.2%，增加 3.7pct；应收账款周转天数由 2017 年 93.7 天降至 2019 年 61.5 天，降幅高达 40.5%。

□ 定增落地+总承包特级加持，EPC 业务有望加速

2020 年 8 月，公司 10 亿元定增款到位，其中 7 亿元用于投入在建 EPC 项目，在保障项目按时完工、加速回款进度的同时，积累总包项目执行经验，提升公司 EPC 总承包综合竞争力；2020 年 6 月，公司通过竞拍获得建筑工程总承包特级资质和建筑行业设计甲级资质，基本扫清投标“资质障碍”，EPC 业务承揽有望提速。

□ 自主研发 IoT&BIM 产品，有望切入千亿建筑 IT 市场

2020 年 10 月，公司设立全资子公司一比姆泰客信息科技（上海）有限公司，收购整合建筑信息化板块两家企业——浙江精筑和量树科技。公司在公告中披露整合目的旨在做大做强建筑信息化板块，逐渐从成本中心转为盈利中心，逐步实现对外销售建筑信息化服务软件。我们认为，比姆泰客旗下建筑 IT 业务可对标建筑信息化服务龙头广联达旗下施工软件业务，并有望凭借业务高成长性和高毛利率获得高估值，精工钢构“戴维斯双击”可期。

评级

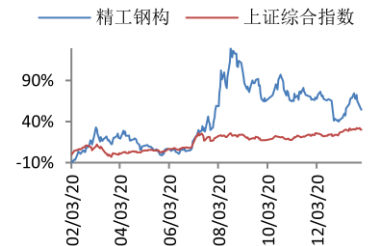
增持

上次评级	首次
当前价格	¥ 5.00

单季度业绩

元/股

3Q/2020	0.11
2Q/2020	0.08
1Q/2020	0.07
4Q/2019	0.05



公司简介

精工钢构为国内钢结构行业龙头企业，集大型建筑钢结构设计、研发、销售、制造、施工于一体，自主研发了钢结构“八大技术体系”和钢结构集成建筑体系——绿筑 GBS。公司拥有建筑工程施工总承包特级资质，承建了国家体育场“鸟巢”、亚投行总部、北京大兴国际机场等世界级钢结构建筑工程。

报告撰写人：匡培钦
联系人：耿鹏智

□ 盈利预测及估值

在充分考虑到“十四五”期间装配式建筑渗透率提升速度、公司 EPC 总承包和“专利授权许可”两项业务发展速度基础上，我们预计公司 2020-2022 年分别实现归母净利润 6.24 亿元、8.05 亿元和 10.26 亿元，对应现股价 PE 分别为 16.1 倍、12.5 倍和 9.8 倍。

估值方面：一方面，从 PEG 估值角度看，公司 2019-2022 年归母净利润 CAGR 为+36.87%，按 PEG=1 考虑，对应 2021 年 PE 在 36.9 倍左右；另一方面，选取装配式钢结构行业可比公司计算 2020/2021 年 PE 均值分别 25.0 倍、20.0 倍。公司作为钢结构装配式行业龙头，当前市值对应 2020/2021 年 PE 仅 16.1 倍、12.5，估值偏低。**分别考虑到 PEG 估值、行业可比公司相对估值情况，首次覆盖，我们给予“增持”评级。**

□ 风险提示

钢结构装配式建筑渗透率提升速度不及预期；钢材价格上涨幅度及持续时间超预期；房地产投资增速不及预期。

财务摘要

(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	10235	12064	15272	19476
(+/-)	18.59%	17.87%	26.59%	27.53%
净利润	403	624	805	1026
(+/-)	121.95%	54.83%	28.93%	27.38%
每股收益(元)	0.20	0.31	0.40	0.51
P/E	24.95	16.12	12.50	9.81

正文目录

1. 钢结构行业龙头，自主研发打造工程业务核心竞争力	6
1.1. 精于技术：“八大技术体系”构成工程业务核心竞争力	8
1.2. 工于品质：自主研发绿筑 GBS，PSC 系列产品满足装配式市场需求	11
2. “直营 EPC”+“专利授权”双轮驱动主业发展	15
2.1. 政策密集出台背景下，推行 EPC 总承包模式大势所趋	15
2.2. “直营”EPC 板块规模稳增，财务端持续向好	17
2.3. “专利授权”+股权投资模式下，“轻资产”状态加速全国布局	20
3. 定增落地+总承包特级加持，EPC 业务有望加速	22
3.1. 定增落地抢占高毛利 EPC 市场，助力公司行稳致远	22
3.2. 竞拍获总承包特级资质加持，扫清 EPC 资质障碍	23
4. 自主研发 IoT&BIM 产品，有望切入千亿建筑 IT 市场	25
4.1. 建筑信息化产品研发：布局早、亮点多、自用效果好	25
4.2. 双剑合璧，未来可期：成立 BIMTECH 剑指建筑信息化 B 端业务	28
5. 盈利预测及估值	30
5.1. 盈利预测	30
5.2. 估值及评级	33
6. 风险提示	34

图表目录

图 1: 公司发展历程	6
图 2: 公司股权结构	6
图 3: 产品体系：钢结构分包（工业 公共 居住）+EPC 业务	7
图 4: 2019 年公司各业务营收占比	7
图 5: 2016-2019 年，营收、新签订单 CAGR +19.0%/+26.1%	7
图 6: 2016-2019 年，公司归母净利润 CAGR 高达+54.4%	7
图 7: 2019 年，精工钢构钢结构业务营收增速 17.2%	9
图 8: 2019 年，精工钢构钢结构业务毛利增速 29.6%	9
图 9: 卡位高端客户，工业建筑业务承揽订单从传统工业部门转至新兴工业部门	9
图 10: 工业建筑板块工程收入、毛利率双增	11
图 11: 建筑行业变革：工厂“智造”逐步取代现场浇筑	11
图 12: 公司业务模式从钢结构专业分包向工程总承包转型	11
图 13: 2019 年，钢结构施工龙头平均单价 11581 元/吨	12
图 14: 2018 年，钢结构施工龙头平均单价 10427 元/吨	12
图 15: 绿筑 GBS 集成体系应用案例——15 天建成精工集成科研楼（工程装配率 90%）	12
图 16: 8 大集成系统助力 9 大价值	13
图 17: PSC 五大体系及其成套技术	13
图 18: 公司装配式集成业务典型案例	14
图 19: 2020 年装配式&EPC 总承包新签订单承接额 56.4 亿元，同比高增 103%	14
图 20: EPC 总承包模式下，钢结构企业从“专业分包”模式下的“乙方的乙方”转变为“乙方的甲方”	15

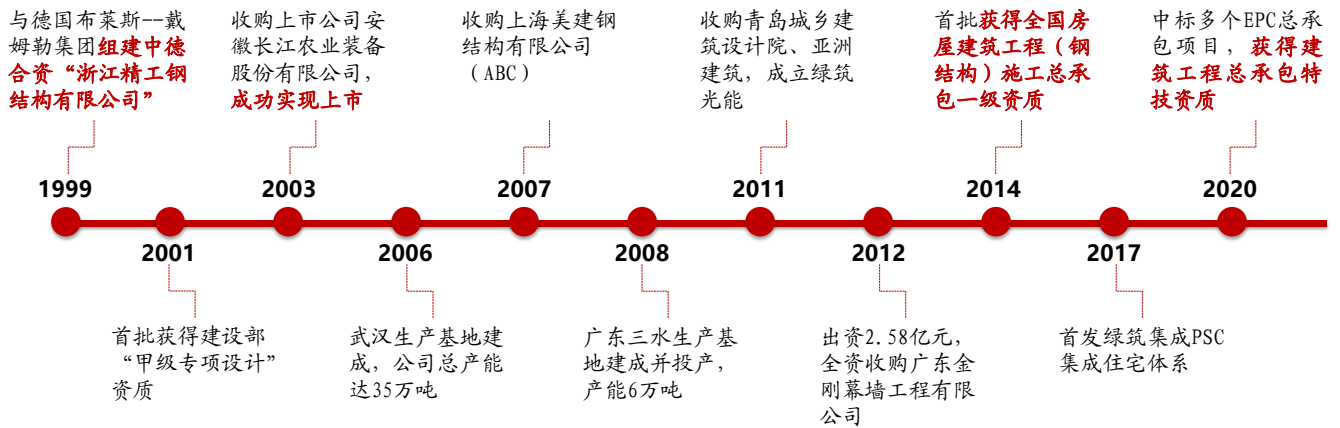
图 21: 装配式钢结构建筑产业化国内外现状和发展趋势	16
图 22: 2019 年勘察设计行业 EPC 总承包新签合同额 4.6 万亿	16
图 23: 常规施工总承包模式与 EPC 工程总承包模式工程进度对比	16
图 24: EPC 模式下, 总承包商可通过优秀的工程管理能力, 实现工程项目增值和企业利润增厚	17
图 25: 公司产能主要分布于长三角, “异型构件自产+少量标准构件外协”模式下, 销量持续提升	17
图 26: 2019 年, 华东地区营收占比 33%	18
图 27: 长三角建筑业有望 2023 年突破 8 万亿总产值	18
图 28: 2018-2020 年, EPC 订单额由 13.3 亿元增至 45.0 亿元	19
图 29: 2016-20Q3, 应收账款周转天数下降 40.5%	19
图 30: 17Q2 以来, 公司主业毛利率、净利率总体持续增长	20
图 31: 经营现金流净额由负转正, 20Q3 净现比增至 1.8	20
图 32: 八大加盟基地助力扩张版图	21
图 33: 绍兴国际会展中心鸟瞰图	22
图 34: 国内三座开合屋盖体育场均由精工钢构承建	22
图 35: 本轮定增后, 流动/速动比率分别由 1.3/1.1 增至 1.4/1.3	23
图 36: 本轮定增后, 资产负债率由 61.7%降至 57.5%	23
图 37: 设计-制造-施工全流程顶级资质齐全	23
图 38: 精工钢构具备“主体结构+外围护”两领域的“设计+制造+施工”顶格资质, 即装配式钢结构一体化交付能力	24
图 39: 精筑三大建筑信息化产品: BIM 咨询、CAE 工程辅助、BIM+项目管理平台	25
图 40: 精筑 BIM+项目管理平台: 赋能企业经营管理、实现装配式建筑管理全过程管理	26
图 41: 量树之云: 提供装配式建筑数字化一站式解决方案	26
图 42: 之云 ZCloud 物联: 确保装配式建筑 24 小时在线! (浙江海盐钢结构住宅试点项目, 2019)	27
图 43: 之云 ZCloud 仓库平台: 利用“PDA 技术”实现高效“盘库”	27
图 44: 2015-2019 年, 公司三费比由 10.4%降至 6.5%	28
图 45: 2015-2019 年, 研发投入由 2.5 亿元增至 4 亿元	28
图 46: 成立全资子公司比姆泰客, 控股量树、精筑, 有望实现 1+1>2	28
图 47: 我国建筑信息化进入 3.0 时代	29
图 48: 我国建筑业总产值及其增速	29
图 49: 2016-2019 年, 广联达施工服务业务营收 CAGR+35.1%	29
图 50: 建筑 IT 公司凭借高成长性和高毛利获得高估值	29
表 1: 经过多年研发和项目实践, 公司积淀形成钢结构“八大技术体系”	8
表 2: 2020 年来, 全国各省相继出台新基建规划	10
表 3: 2019 年以来, 住建主管部门密集出台政策推动钢结构装配式建筑及 EPC 总承包模式	15
表 4: 自 2014 年起, 浙江省陆续出台相关政策推广 EPC 模式	18
表 5: 2020 年, 公司中标 6 个 EPC 大型总承包项目, 承揽规模和数量显著提升	19
表 6: 2017-2020 年, 累计签订“技术加盟”合同 8 单	20
表 7: 本次募投 10 亿元, 7 亿元用于在建 EPC 项目, 3 亿元用于补充流动资金	22
表 8: 2019、2020 年新签订单情况	30
表 9: 营收拆分及预测 (单位: 百万元)	31
表 10: 2018、2019 年成本拆分表	32
表 12: 简易盈利预测表 (单位: 百万元人民币)	33
表 13: 精工钢构 2020-2022 年 PEG 测算 (2021.1.28)	33

表 14: 可比公司估值表 (2021.1.28)33

1. 钢结构行业龙头，自主研发打造工程业务核心竞争力

精工钢构为钢结构行业龙头。公司成立于1999年，于2003年实现A股上市。主业为钢结构建筑提供设计、采购、制造、施工、运营维护等服务，制造产品体系包括钢结构构件和装配式建筑产品。公司经营模式以钢结构专业分包为主，当前正逐步向EPC总承包模式过渡。2018年以来，公司EPC业务取得快速发展，承接绍兴国际会展中心一期B区（23.5亿元）、杭州亚运会棒（垒）球体育文化中心（12.4亿元）、绍兴市妇幼保健院（绍兴市儿童医院）建设项目（11.3亿元）等多项大型EPC工程。

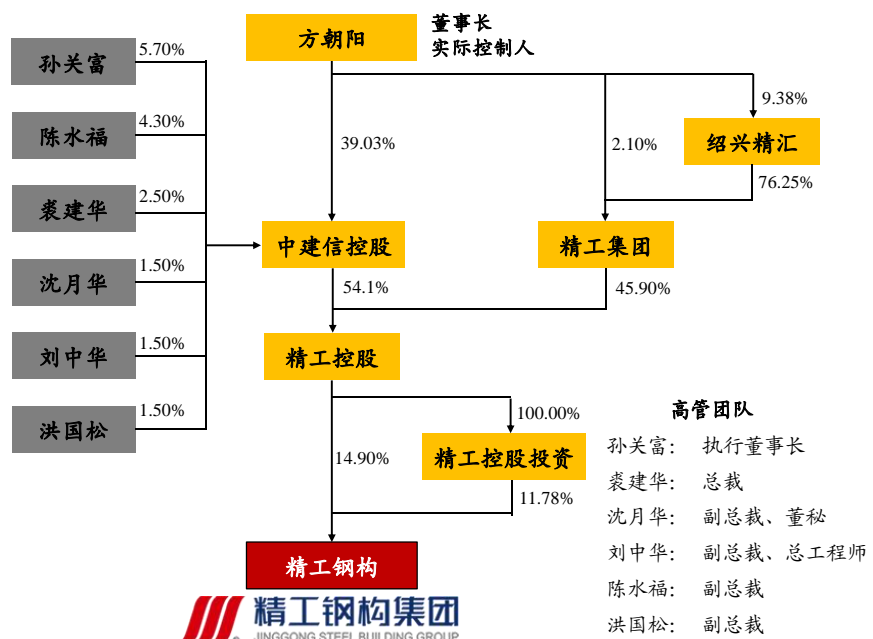
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

管理层稳定叠加高管股权激励，公司发展保持稳健。精工钢构前身为浙东家乡镇企业，公司创始人方朝阳先生自1999年公司创立以来一直担任董事长职位。多年来，公司高管团队保持稳定，公司执行董事长、总裁、董秘、财务总监分别于2004年、2005年、2008年、2015年加入公司。通过员工持股平台—中建信控股，高管层实现间接持股，有效实现高管团队股权激励。

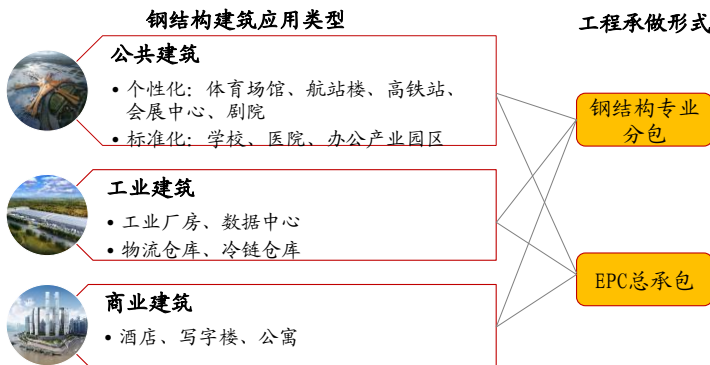
图 2：公司股权结构



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

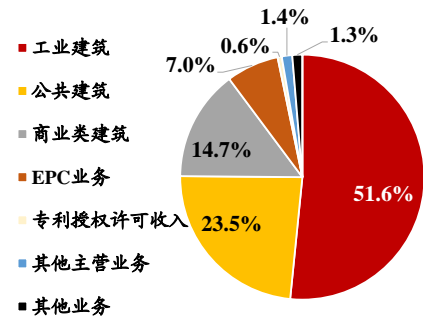
公司钢结构产业链完善,承接项目建筑类型以工业建筑、公共建筑和商业建筑为主。公司主业经营模式集钢结构设计、制作、安装、服务于一体,根据客户类型不同,建筑钢结构分包业务分为公共建筑、工业建筑和居住建筑三大类别。公共建筑可以细分为标准产品与非标准产品,标准产品主要包括学校、医院、办公产业园区等,非标准产品主要是机场航站楼、火车站、文化体育场馆等空间大跨度钢结构建筑,在此领域承建大型航站楼及火车站 70 项,大型场馆 110 项。工业建筑主要以工业厂房、物流中心、仓储冷库、数据中心等为主。居住产品则主要是住宅和公寓。

图 3: 产品体系: 钢结构分包(工业 公共 居住)+EPC 业务



资料来源: 公司公告, Wind, 浙商证券研究所

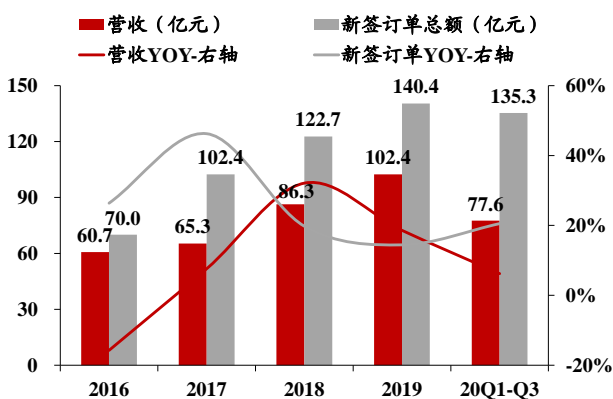
图 4: 2019 年公司各业务营收占比



资料来源: 公司公告, Wind, 浙商证券研究所

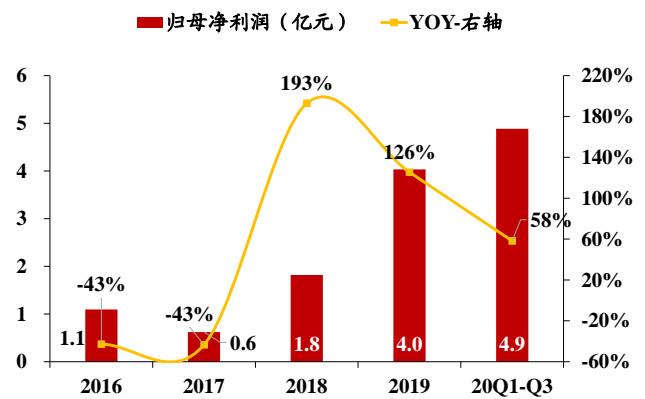
2019 年营收突破百亿元, 钢结构主业发展步入快车道。营收端, 2016-2019 年, 公司营收由 60.7 亿元增至 102.4 亿元, CAGR+19.0%, 2020 年前三季度, 尽管新冠疫情一度拖累工程建设进度, 但受益于装配式钢结构工厂加工、现场拼装工效快的固有特点, 公司 20Q1-Q3 营收实现同比稳增+6.2%; 利润端, 2016-2019 年, 公司归母净利润由 1.1 亿元增至 4.0 亿元, CAGR 高达+54.4%, 20Q1-Q3 归母净利润同比高增+58%; 新签订单方面, 公司 2016-2019 年新签订单合同金额从 70.0 亿元扩张至 140.4 亿元, CAGR+26.1%。20Q1-Q3 归母净利润同比高增+20.5%, 为业绩持续增长提供了良好的订单保障。

图 5: 2016-2019 年, 营收、新签订单 CAGR +19.0%/+26.1%



资料来源: 公司公告, Wind, 浙商证券研究所

图 6: 2016-2019 年, 公司归母净利润 CAGR 高达+54.4%







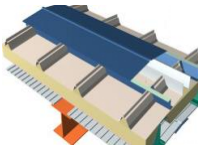
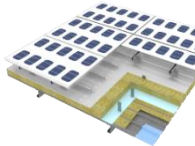


资料来源: 公司公告, Wind, 浙商证券研究所

1.1. 精于技术：“八大技术体系”构成工程业务核心竞争力

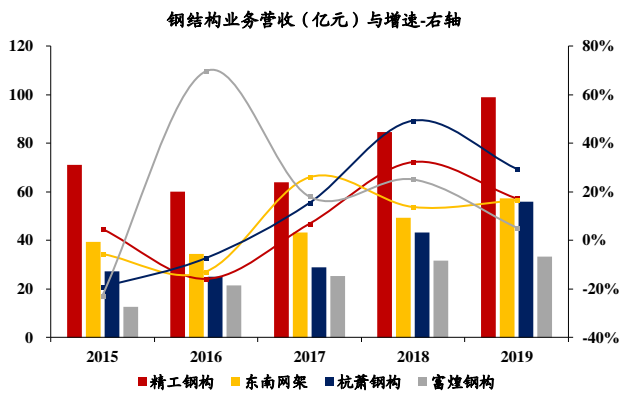
多个世界级、国家级工程历练积淀，“八大技术体系”助力钢结构工程业务高成长。精工钢构承建了国家体育场“鸟巢”、北京大兴国际机场、第22届世界杯足球赛主赛场卡塔尔卢赛尔体育场、沙特吉达国际机场及麦加火车站等国内外诸多大型项目，在这些项目中主要承担项目钢结构分包部分。依托于多个大型公共建筑项目实施与自身技术研发，形成了以大型弯扭构件成套技术、大型开合屋盖成套技术等世界一流水平技术为代表的八大技术体系，并在实践中得到应用。2019年钢结构业务营收与毛利增速分别为17.2%和29.6%，营收实现高位快增。

表 1：经过多年研发和项目实践，公司积淀形成钢结构“八大技术体系”

技术名称	应用图片	技术简介	应用实例
大型弯扭构件成套技术		<ul style="list-style-type: none"> 解决了空间弯扭截面构件的设计、成型、装配、检测 开发了无模成型技术及相关设计辅助软件等专用设备及技术，已处于行业领先水平 	国家体育馆（鸟巢）、深圳湾体育中心、东营雪莲大剧院、沙特麦加高铁火车站
张弦结构施工成套技术		<ul style="list-style-type: none"> 解决了曲面大跨度单向、双向张弦施工仿真，张拉与设计一体化，索力监测桁架等问题 复杂屋面空间大跨工程的理想解决方案，获得国家科学技术进步奖 	国家体育馆、哈尔滨国际会议展览体育中心、济南奥体中心体育馆、南京博览中心、常州体育馆
大型开合屋盖成套技术		<ul style="list-style-type: none"> 解决了大型活动屋盖在良性支承条件下开闭系统的设计、制作、安装与调试以及钢结构与开闭系统的适应性和一体化设计与施工等问题 	南通体育场、中国轻纺城体育中心、鄂尔多斯东胜体育场
大型铸钢节点应用成套技术		<ul style="list-style-type: none"> 解决了钢结构工程中铸钢节点的受力、外形与流注工艺的协调制造过程控制和尺寸及精度检测等问题 	广州歌剧院、沙特吉达国际机场、港珠澳大桥-香港旅检大楼、新加坡地铁站
精工 BIM 技术		<ul style="list-style-type: none"> 包含全专业施工级 BIM 建模、协同一体化设计 实现基于 BIM 模型施工全过程管理，工程全生命周期资料管理，可视化实时进度管理 	北京大兴国际机场
钢结构装配式绿色集成建筑体系		<ul style="list-style-type: none"> 通过设计信息化，生产模块、安装装配化和系统集成化，带来更加高效、优质、节能、环保的整体解决方案，实现了建筑“工业化”的转变，是未来绿色钢结构建筑的发展方向 	杭州亚运会棒垒球体育文化中心、绍兴妇女儿童医院、绍兴市行政中心、杭州萧山国际机场员工公寓
BLS 直立缝咬合金属屋面防水技术		<ul style="list-style-type: none"> 通过在咬缝内嵌胶条，并配备开发屋面各关键节点的防水构造技术及配件等，开发应用多种具有良好咬合链接方式的屋面板型 使金属屋面系统达到真正“不漏水”的整体效果 	-
建筑光伏一体化体系		<ul style="list-style-type: none"> 将太阳能板与现有屋面系统结合，即在屋面预留太阳能发电位置，直接在屋面上增设太阳能发电专用系统，实现建筑功能与光伏发电的统一 	广州火车南站、靖江体育中心、温州国际会展中心

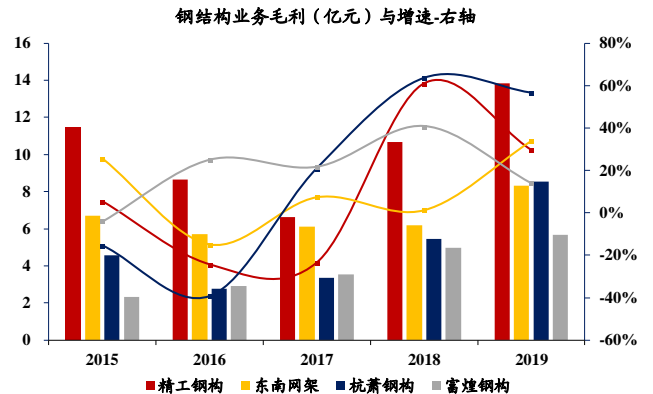
资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 7：2019 年，精工钢构钢结构业务营收增速 17.2%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 8：2019 年，精工钢构钢结构业务毛利增速 29.6%

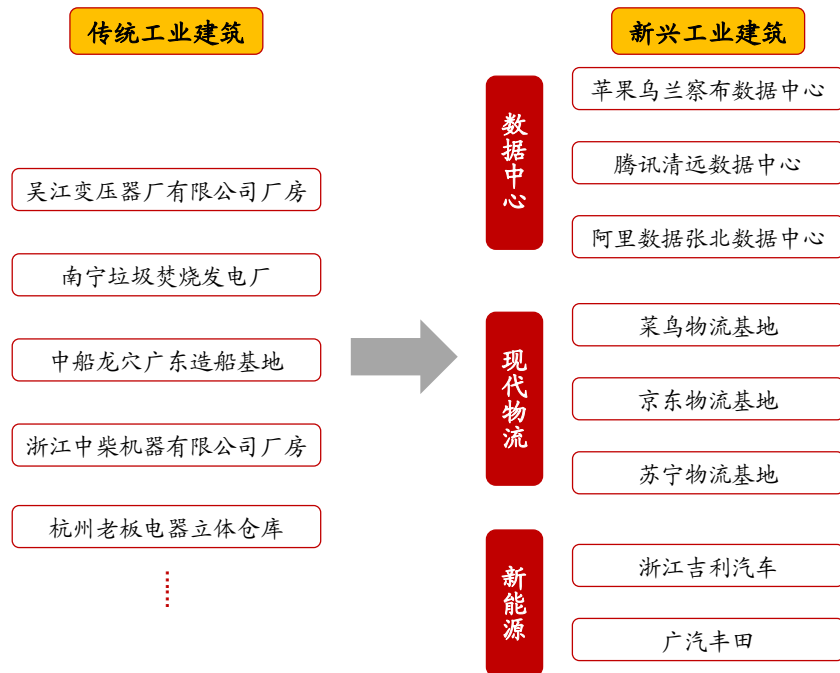


资料来源：Wind，浙商证券研究所

借力新基建浪潮，瞄准高端客户群体，实现工业建筑业务升级。

► 承接项目提质：传统制造业企业→环保、新能源、物流仓储→新基建行业。“十三五”后半程，新基建规划、建设浪潮来袭，当前势头正劲，2020 年已有吉林、天津、上海、江苏等多个省份出台新基建规划。在此背景下，依托多年积累的工业建筑品牌和技术优势，精工钢构积极拓展新兴产业客户。2018 年发力环保、新能源、物流仓储等领域，承接了京东、苏宁、菜鸟物流、吉利汽车等多个项目。2019 年拓展科技企业客户，承接了华为研发实验室钢结构工程、5G 实验室钢结构工程、腾讯清远清新云计算数据中心、苹果乌兰察布数据中心、阿里数据张北数据中心等项目。据公司 2019 年报披露，新兴行业市场订单占公司 2019 年工业建筑业务承接总额的 80%。

图 9：卡位高端客户，工业建筑业务承揽订单从传统工业部门转至新兴工业部门



资料来源：公司官网，公司公告，浙商证券研究所

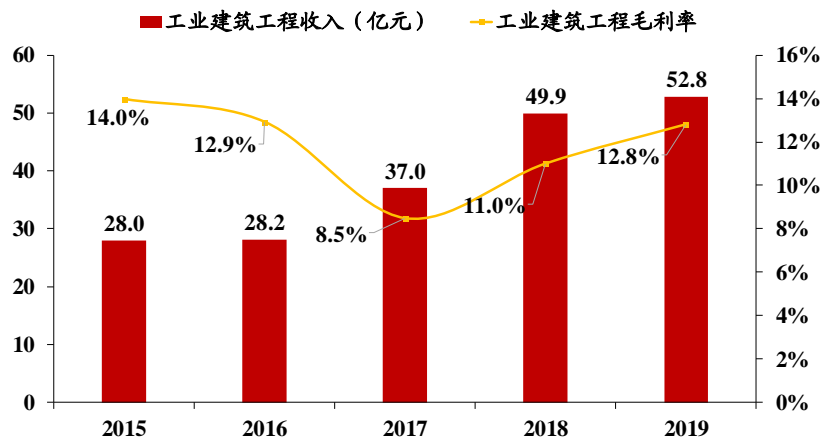
表 2：2020 年来，全国各省相继出台新基建规划

省份	日期	“新基建”配套方案
吉林	2020.4.5	<p>《吉林省新基建“761”工程方案》</p> <ul style="list-style-type: none"> 加快推进 7 大新型基础设施建设——5G 基础设施、特高压、城际高速铁路和城际轨道交通、新能源汽车充电桩、大数据中心、人工智能和工业互联网
天津	2020.5.2	<p>《天津市有效应对新冠肺炎疫情影响促投资扩消费稳运行的若干举措》</p> <ul style="list-style-type: none"> 谋划布局 5G 基站项目 谋划建设天津南特高压变电站扩建工程 围绕新能源汽车推广应用、年内新建新能源汽车充电桩 4000 余个 谋划布局城际高速铁路、市域（郊）铁路和城市轨道交通项目 谋划建设工业互联网项目 谋划建设大数据中心项目 谋划建设人工智能项目、谋划重大科技、产业技术创新等公益属性基础设施项目
上海	2020.5.7	<p>《上海市推进新型基础设施建设行动方案（2020-2022 年）》</p> <ul style="list-style-type: none"> 上海将通过四大建设行动，全力提升新型基础设施能级 已初步梳理排摸了未来三年实施的第一批 48 个重大项目和工程包，预计总投资约 2700 亿元
江苏	2020.5.11	<p>《关于加快新型信息基础设施建设扩大信息消费的若干政策措施》</p> <ul style="list-style-type: none"> 2020 年计划投资 120 亿元，新建 5G 基站 5.2 万个 优化新一代数据中心布局实施全省一体化大数据中心“1 + N + 13”推进工程
北京	2020.6.10	<p>《北京市加快新型基础设施建设行动方案（2020-2022 年）》</p> <ul style="list-style-type: none"> 扩大 5G 建站规模，2020 年实现 5G 基站新增 1.3 万个，累计超过 3 万个 三年内铺设网联道路 300 公里，建设超过 300 平方公里示范区 累计建设 20 个以上标识解析二级节点，打造 20 家左右的智能制造标杆工厂 创建 1-2 家国家产业创新中心，探索组建 1-2 家国家级制造业创新中心
重庆	2020.6.18	<p>《重庆市新型基础设施重大项目建设行动方案（2020—2022 年）》</p> <ul style="list-style-type: none"> 重点推进 7 大板块、21 个专项、375 个项目，总投资 3983 亿元 支持各数据中心按照国家信息技术应用创新标准进行建设，规划实施 22 个项目，投资额约 632 亿元
云南	2020.8.4	<p>《云南省推进新型基础设施建设实施方案（2020-2022 年）》</p> <ul style="list-style-type: none"> 打造 5G 网络。加快工业园区、矿山、煤矿、物流园区等 5G 网络覆盖 到 2022 年，建成 10 个行业级数据中心，建成 5 个科技创新基础设施 到 2022 年，在仓储、运输、配送领域建成 10 个智能化、无人化智慧物流试点 到 2022 年，建成 10 个以上全国领先的智能制造示范
福建	2020.8.5	<p>《福建省新型基础设施建设三年行动计划（2020—2022 年）》</p> <ul style="list-style-type: none"> 到 2022 年，全省建成 5G 基站 8 万个以上 创建一批省级现代农业智慧园、农业物联网应用基地 到 2022 年，建成 15 个智慧社区样板
四川	2020.9.8	<p>《四川省加快推进新型基础设施建设行动方案（2020—2022 年）》</p> <ul style="list-style-type: none"> 到 2022 年底，全省 5G 基站总量达到 12 万个，打造车路协同示范线路 3 条以上，建成重大科技基础设施 30 个、产业技术创新设施 600 个以上

资料来源：各省/市政府网站，浙商证券研究所整理

➤ **财务指标改善：工业建筑板块工程收入、毛利率双增。**2019年工业建筑板块工程营收占全年51.6%，随着客户导向战略不断实施，项目类型不断升级，作为公司业务半壁江山，工业板块收入由2015年28亿元增长至2019年52.8亿元，CAGR+17.16%。同时毛利率也随稳步提升，由2017年8.5%稳增至2019年12.8%，涨幅4.3pct。卡位高端客户战略，助力工业建筑收入、毛利率双增。

图 10：工业建筑板块工程收入、毛利率双增



资料来源：Wind，浙商证券研究所

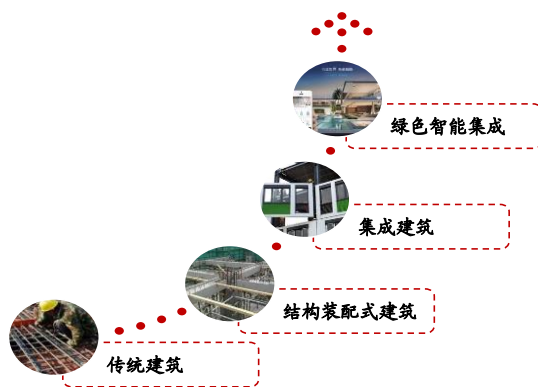
备注：由于公司统计口径发生调整，2015-2018年工业建筑收入指轻型钢结构收入

1.2. 工于品质：自主研发绿筑 GBS，PSC 系列产品满足装配式市场需求

当前，行业端、公司端分别处于变革和转型发展阶段：

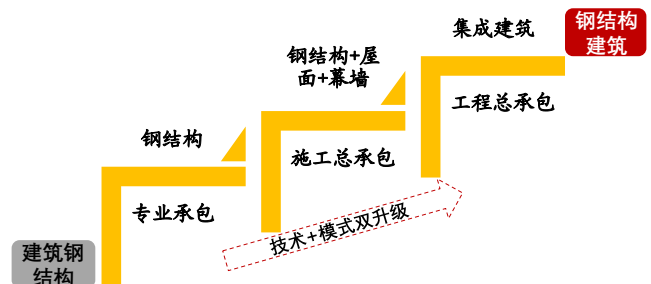
- **行业端，当前处于“结构装配式”向“整体装配式”全面升级阶段。**由传统现场建造向工厂化制造+现场装配建造演变，集成化、绿色化、智能化建筑代表未来发展方向。
- **公司看，业务模式从钢结构专业分包向工程总承包模式转型。**自主研发绿筑 GBS 体系从技术层面实现建筑集成化，由钢结构专业分包向 EPC 总承包转变实现经营模式转变，技术+模式双重升级，有助于提高所处产业链位置，实现产业链延伸，获得更高利润。

图 11：建筑行业变革：工厂“智造”逐步取代现场浇筑



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 12：公司业务模式从钢结构专业分包向工程总承包转型



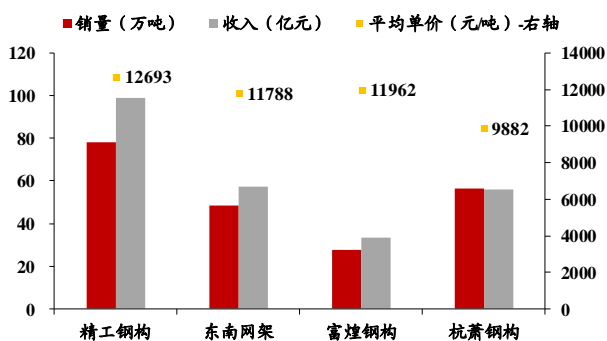
资料来源：公司官网，浙商证券研究所

(1) 需求端：万亿市场空间加速形成

根据住建部公开披露数据，2019年，全国新开工装配式建筑中，PS占比30.4%，PC占比65.4%。根据中央相关文件精神，至2025年，装配式建筑渗透率将达到30%。在上述数据基础上。假设：（1）2030年，装配式建筑渗透率按保守、中性和乐观三类情形，分别可达到45%、50%和55%；（2）2025年、2030年，PS占当年新开工装配式建筑比例分别达到35%、50%；（3）按A股钢结构上市公司：精工钢构、东南网架、富煌钢构、杭萧钢构收入和业绩，建筑钢结构平均吨营收约11000元/吨。

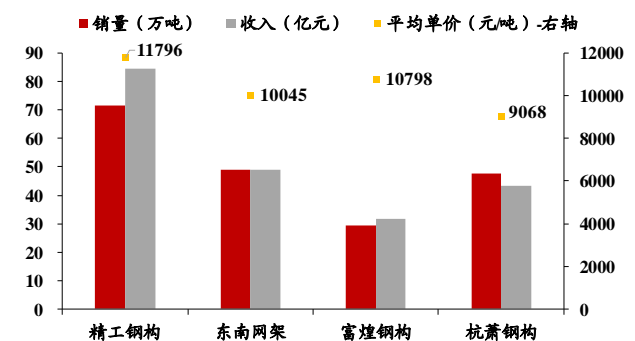
房屋钢结构市场需求量测算：2025/2030年当年，房屋钢结构需求量分别接近2300万吨、5500万吨。以2025年指标作为中枢，2021-2030年房建钢结构加工施工市场空间有望超2万亿元。

图 13：2019 年，钢结构施工龙头平均单价 11581 元/吨



资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所
备注：平均价格=钢结构业务收入/钢结构销量

图 14：2018 年，钢结构施工龙头平均单价 10427 元/吨

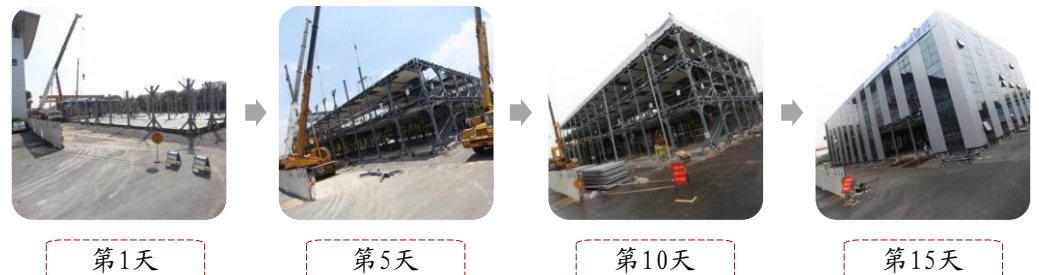


资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所
备注：平均价格=钢结构业务收入/钢结构销量

(2) 研发端：GBS集成体系，助力“结构装配式”向“整体装配式”技术升级

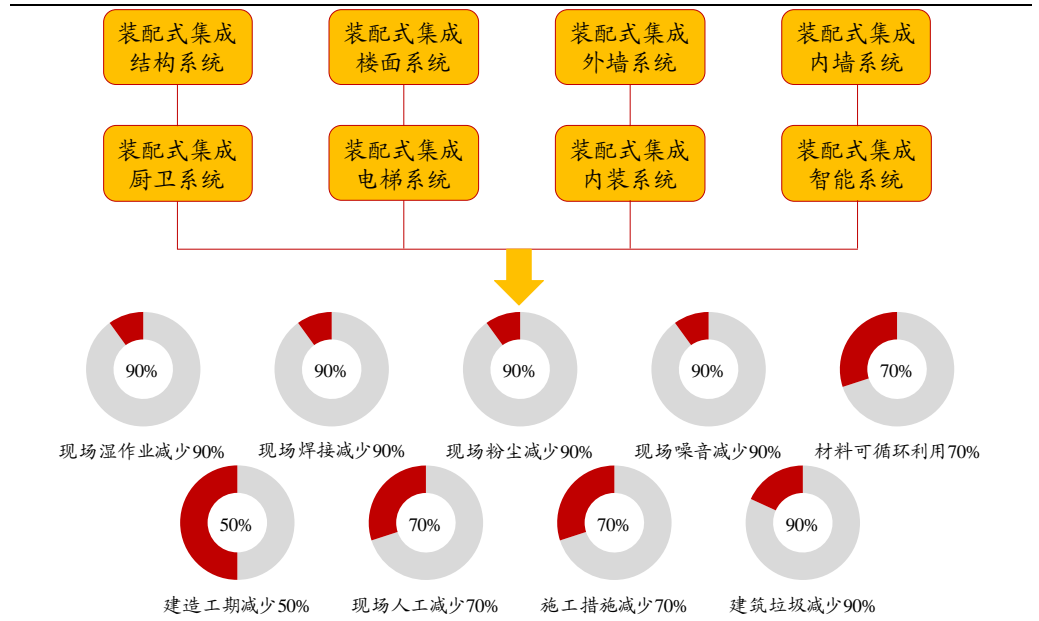
自主研发 GBS 集成建筑体系，“8 大系统”直面建筑业痛点，助力建造过程实现“9 大价值”。GBS 集成建筑体系整合了建筑物结构系统、楼面系统、墙面系统和功能系统，能够实现现场作业、噪音、粉尘、垃圾等大幅减少，同时可以缩短工期，减少人工成本。2016 年 10 月被国家住建部认定为首批国家装配式建筑产业基地。2014 年，首个运用该体系项目——精工集成科研楼，建筑面积 3500 平米，仅 15 天主体顺利完工，标志着 GBS 集成建筑体系正式起步。

图 15：绿筑 GBS 集成体系应用案例——15 天建成精工集成科研楼（工程装配率 90%）



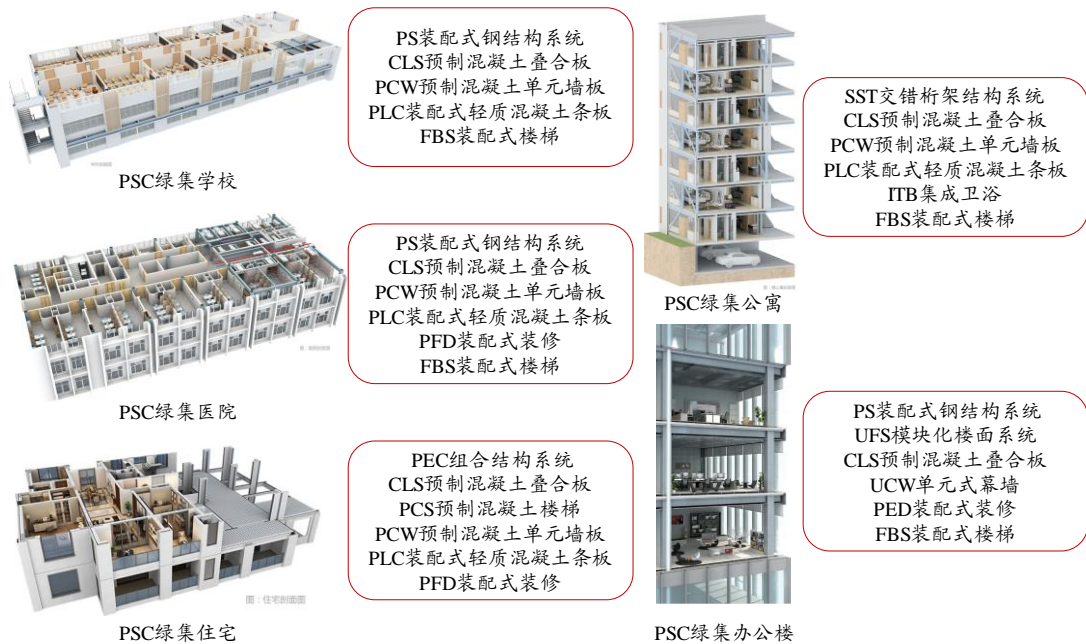
资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 16：8 大集成系统助力 9 大价值



PSC 产品体系丰富，成套技术“术业专攻”。PSC 产品体系覆盖范围广，五大体系包括：住宅体系、公寓体系、学校体系、医院体系和办公楼体系。同时通过技术创新在兼顾钢结构和混凝土两种结构材料各自优点的基础上，实现钢结构与混凝土混合运用(PS+PC)，可以实现装配率 50%-90%。从产品种类看，各产品体系形成独有成套技术，其中住宅系列成套技术获得国家科技进步一等奖，绍兴市官渡 3 号项目运用该技术建造，获全国首批钢结构装配式住宅建设试点项目。新项目可以直接套用体系“模板”，加速项目快速落地。

图 17：PSC 五大体系及其成套技术



(3) 应用端

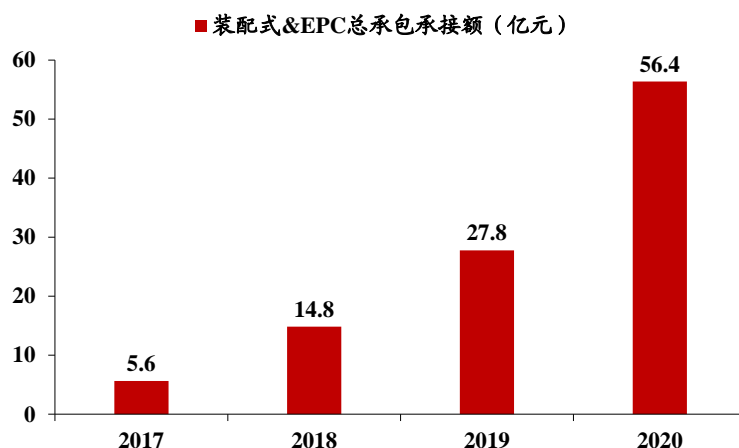
应用落地不断，装配式集成业务发展快速。2015年，公司使用GBS集成体系承接了第一个市场化项目——梅山江商务楼A区、B区工程，自此，实际项目开始逐步落地。从项目产品类别看，住宅体系承接了杭州亚运会棒垒球体育文化中心、嘉兴海盐吾悦广场等多个项目；公寓体系承接了杭州萧山国际机场员工公寓、杭州五邻里中心人才公寓等多个项目；学校体系承接了绍兴技师学院、上海梅陇209地块初中等多个项目；医院体系承接了浙江妇幼保健院等项目；办公楼体系承接了绍兴南部综合交通枢纽、浙江大学紫金准乾科研楼等多个项目。根据公司公告披露，2020年公司累计承接装配式&EPC总承包业务合计56.4亿元，同比高增103%，装配式业务发展进入快车道。

图 18：公司装配式集成业务典型案例



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 19：2020年装配式&EPC总承包新签订单承接额56.4亿元，同比高增103%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2. “直营 EPC”+“专利授权”双轮驱动主业发展

2.1. 政策密集出台背景下，推行 EPC 总承包模式大势所趋

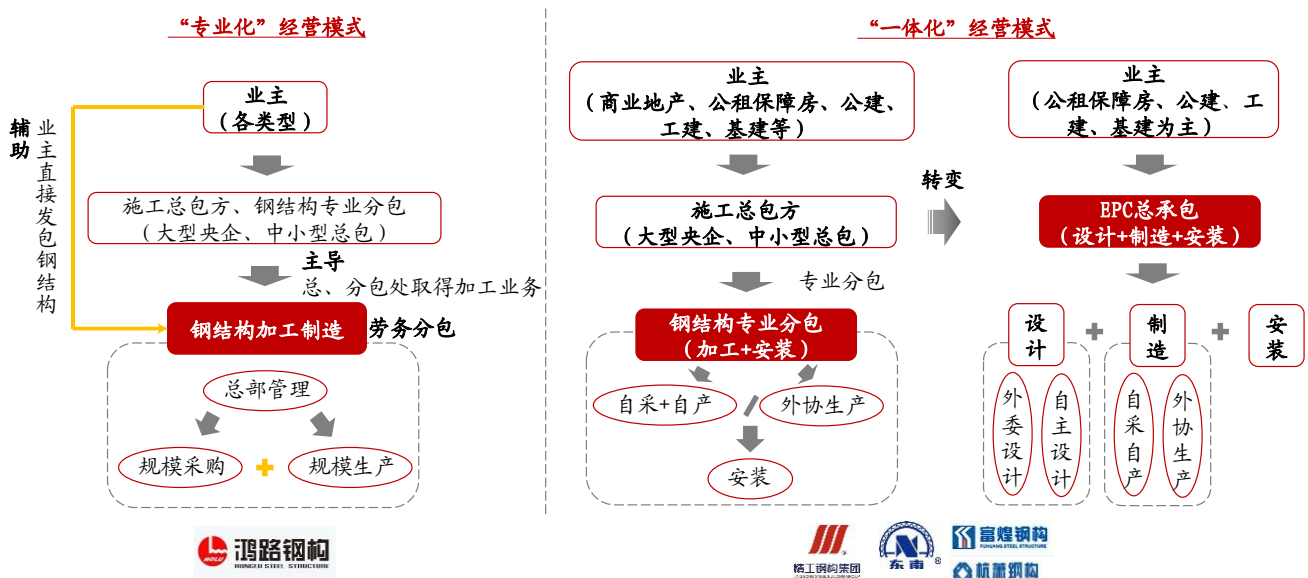
重磅政策密集出台，EPC 总承包模式逐步替代钢结构专业分包模式，成为钢结构工程建设管理发展趋势。2019-2020 年，住建部、湖南/江苏/浙江省住建厅先后下发文件，分别提出“方案成熟的钢结构建筑鼓励采用工程总承包模式”、“至 2025 年，政府投资装配式建筑项目全部采用工程总承包方式”、“装配式建筑原则上采用工程总承包模式”。短期看，装配式建筑渗透率提升叠加政策推动下，预计装配式钢结构、EPC 总承包项目将显著增多。

表 3：2019 年以来，住建主管部门密集出台政策推动钢结构装配式建筑及 EPC 总承包模式

时间	部门	政策
2019.7.12	湖南省住建厅	《湖南省推进装配式钢结构住宅建设试点方案》：各试点城市（县区）在钢结构装配式住宅试点项目建设中，应采用全过程咨询和工程总承包（EPC）方式建设。
2020.3.1	住建部	《房屋建筑和市政基础设施项目工程总承包管理办法》
2020.7.22	住建部	《关于大力发展钢结构建筑的意见（征求意见稿）》，明确指出：“对于建设内容明确、技术方案成熟的钢结构建筑鼓励采用工程总承包模式，引导钢结构企业向具有工程管理、设计、施工、生产、采购能力的工程总承包企业转型。”
2020.7.22	江苏省住建厅	《关于推进房屋建筑和市政基础设施项目工程总承包发展实施意见》各地每年要明确不少于 20% 的国有资金投资占主导的项目实施工程总承包。至 2025 年，政府投资装配式建筑项目全部采用工程总承包方式。
2020.8.5	浙江省住建厅	按照国资先行、稳步推进原则，政府投资项目、国有资金占控股或者主导地位的项目率先推行工程总承包方式。装配式建筑原则上采用工程总承包。
2020.11.25	住建部	《建设项目工程总承包合同（示范文本）》，对工程总承包合同进行全面规范。

资料来源：住建部，湖南省住建厅，江苏省住建厅，浙江省住建厅，浙商证券研究所整理

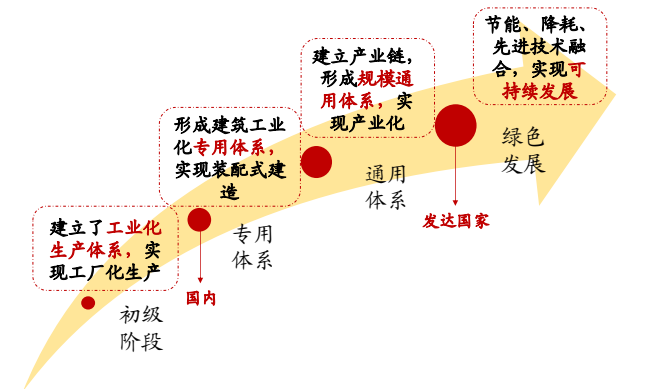
图 20：EPC 总承包模式下，钢结构企业从“专业分包”模式下的“乙方的乙方”转变为“乙方的甲方”



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

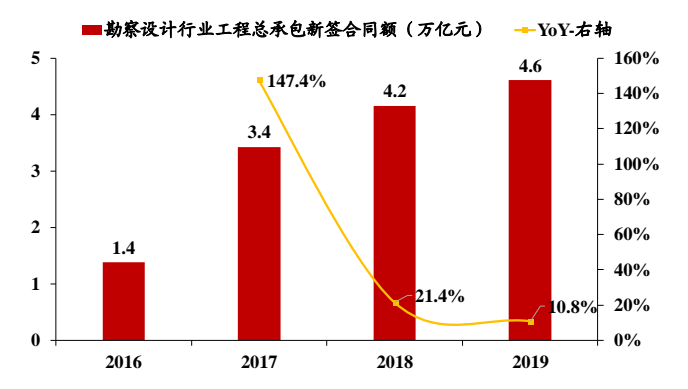
从发展趋势看，包含 EPC 总承包在内的工程总承包模式已成为国际工程市场主流，相较国际水平，我国 EPC 渗透率仍有较大提升空间。根据美国设计建造协会（DBIA）研究，2015 年，工程总承包模式国际市场占比 55%。近年受政策推动，我国 EPC 总承包模式快速发展，勘察设计行业工程总承包新签合同额由 2016 年 1.4 万亿元增至 2019 年 4.6 万亿元，CAGR+49.3%，占当年总新签合同额比例从 6.6% 提升至 14.2%。工程新闻纪录（ENR）2020 年全球最大 250 家国际承包商中，中国承包商占 74 席，位列第一；中国企业在 2019 年实现国际营业额 1200 亿美元，占比 25.4%，排名第一。

图 21：装配式钢结构建筑产业化国内外现状和发展趋势



资料来源：建筑工业化装配式建筑网，浙商证券研究所

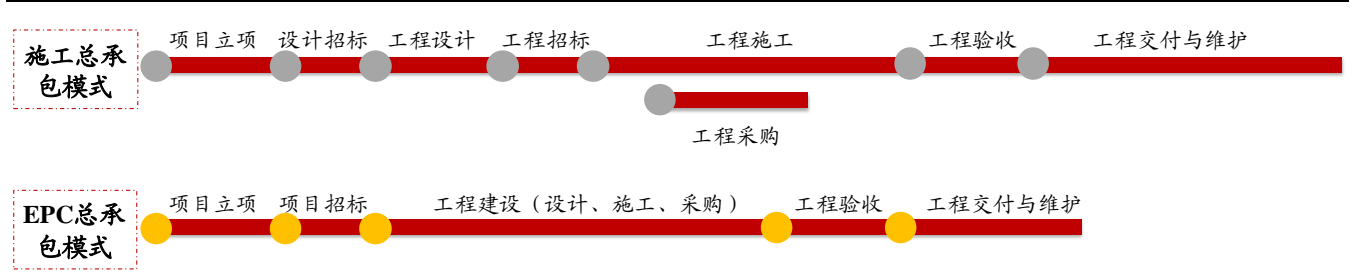
图 22：2019 年勘察设计行业 EPC 总承包新签合同额 4.6 万亿



资料来源：中国勘探设计协会，浙商证券研究所

从业主角度看，钢结构 EPC 总承包模式具有管理提质、成本降低、质量提升三大好处。因总承包商管理并深度参与设计、招采、制作和现场施工等建设全过程，天然具备产业端集成特点：在设计前端介入，以装配化工法引导设计，易于实现建筑工业化；EPC 模式下，中间环节得以精简，项目管理成本、建设成本下降。以 2008 年建造完成的超高层地标建筑上海环球金融中心为例，中国建筑以 EPC 总承包方式承建该项目，在按时完成工期的前提下帮助业主节省了近 20 亿元，同时中建由施工总承包转变为 EPC 总承包利润预估增加了 4-6 亿元。

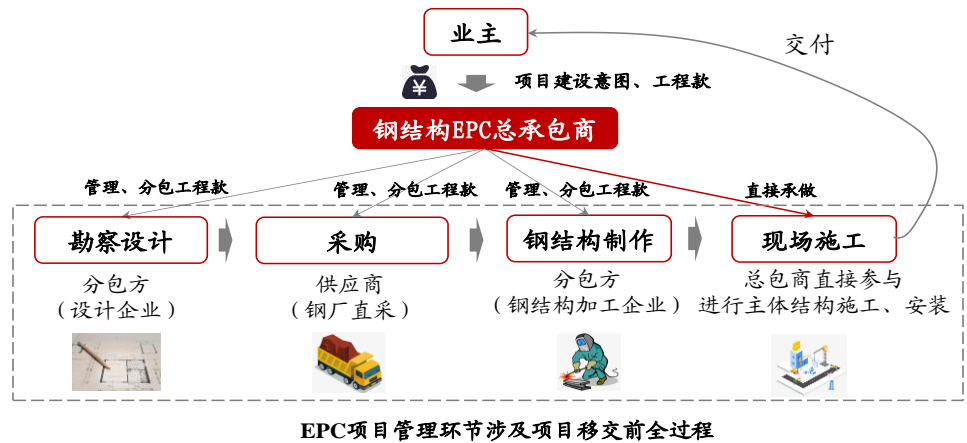
图 23：常规施工总承包模式与 EPC 工程总承包模式工程进度对比



资料来源：杭州市建筑装饰行业协会，浙商证券研究所

从钢结构工程企业角度看：技术实力强、管理水平高的行业龙头有望获得“超额利润”。总承包模式下，总包方统一负责设计、采购、施工各环节，协同优势明显，产业链完整、总包项目经验丰富的大型建筑企业将发挥规模经济优势，改善回款及现金流，提升盈利能力和盈利质量。精工钢构从钢结构分包商转型为 EPC 总承包业商，有望获得高毛利回报、回款快、对下游议价能力强等诸多优点。

图 24: EPC 模式下, 总承包商可通过优秀的工程管理能力, 实现工程项目增值和企业利润增厚



EPC项目管理环节涉及项目移交前全过程

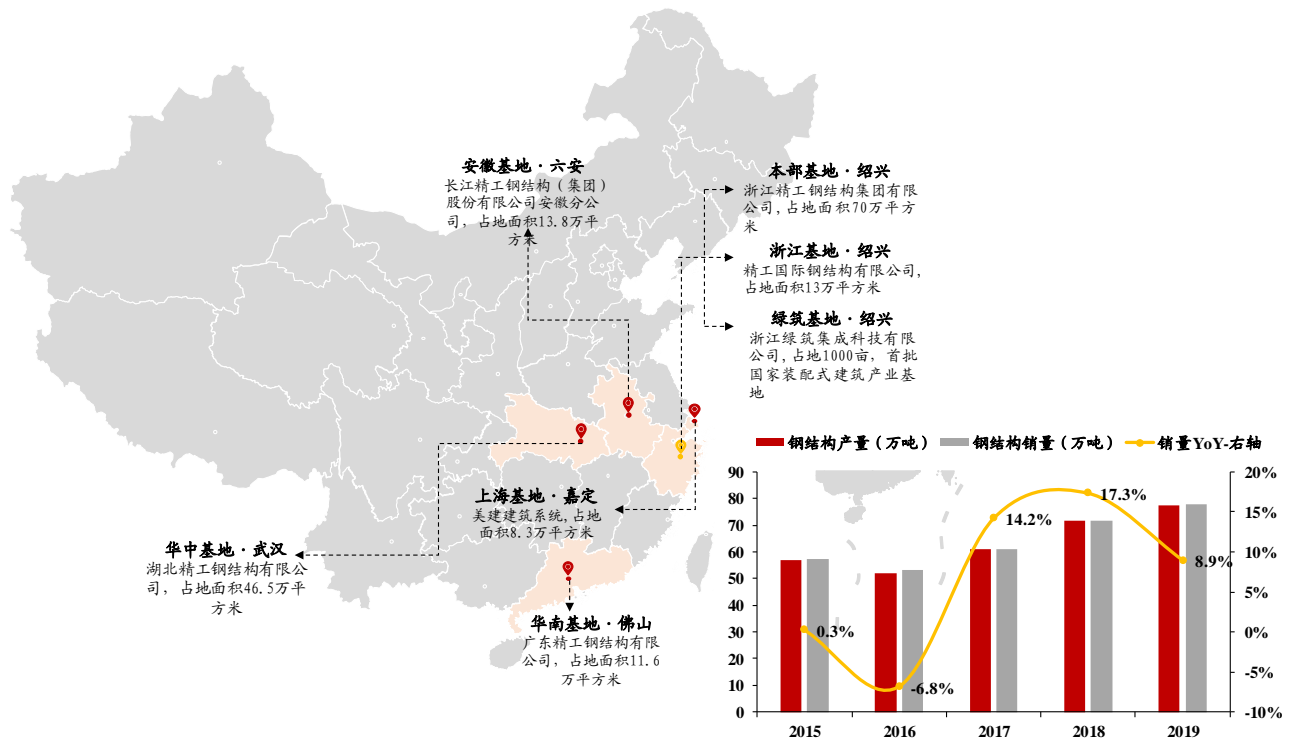
EPC总承包: 总承包商通过管理实现工程项目增值、企业利润增厚
资料来源:《工商管理》, 浙商证券研究所

2.2. “直营”EPC 板块规模稳增, 财务端持续向好

(1) 背靠长三角七万亿建筑市场, 布局京津冀、大湾区两大城市圈

产能主要分布于长三角, “异型构件自产+少量标准构件外协”模式下, 销量持续提升。从产能分布来看, 公司现有钢结构、装配式产能主要集中于长三角, 目前在浙江、安徽、湖北、广东、上海五省市拥有 7 个大型现代化制造基地, 钢结构、装配式年产能分别为 67 万吨和 100 万平方米, 基本能够满足自身业务发展需求。从生产模式看, 异形构件采用自产, 标准构件产能不足情况下采用外协。2015-2019 年, 钢结构销量由 57.36 万吨增长至 78.01 万吨, CAGR+8.0%。

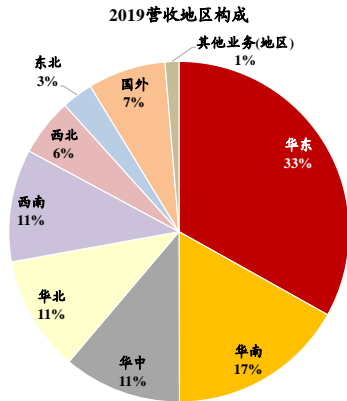
图 25: 公司产能主要分布于长三角, “异型构件自产+少量标准构件外协”模式下, 销量持续提升



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

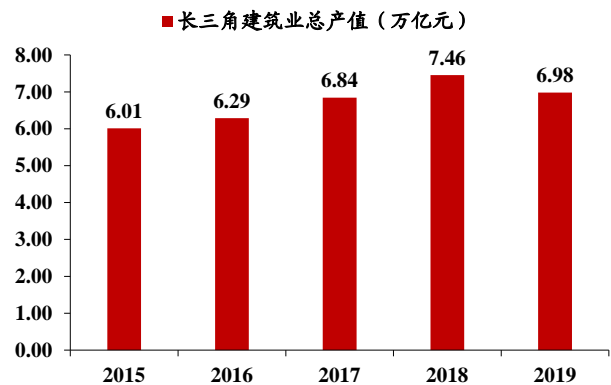
核心区域业务稳定，布局京津冀、大湾区。从业务分布区域看，2019年华东地区营收占比33.3%，为公司第一大业务区域，营收同比+15.1%，保持稳定增长。从市场空间看，长三角三省一市为国内建筑业重镇，江苏、浙江两地连续多年建筑业总产值位列全国1、2名，2019年长三角地区建筑业总产值合计6.98万亿元。从基地区域布局看，2017年精工钢构与保定市望都县政府签署协议建立绿筑产业园，加之原有广东生产基地，公司已实现跳出长三角，提前布局京津冀、粤港澳大湾区两大城市群。

图 26：2019 年，华东地区营收占比 33%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 27：长三角建筑业有望 2023 年突破 8 万亿总产值



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

(2) 深耕浙江主场，EPC 业务带来财务端改善显著

深耕浙江，“直营”EPC 板块屡创佳绩。浙江作为全国建筑大省，2014年就率先在杭州、绍兴、宁波、湖州四市开展EPC总承包试点，至今已出台多项政策、规定推动EPC总承包模式，是国内总承包模式“领头羊”。根据国家统计局及建设通平台数据，2019年，浙江省EPC项目中标数量1011个，较上年增加185个，同比增长22.4%。拥有总承包特级资质企业数为81家，其中绍兴市21家排名第一。依托于浙江省良好的政策推动环境，公司自2018年以来中标多项大型EPC总承包项目，2019年中标绍兴国际会展中心一期B区工程EPC项目，金额达23.5亿元，创下公司业务承接额新纪录。2020年又陆续中标6个大型EPC项目，金额合计45.0亿元。

表 4：自 2014 年起，浙江省陆续出台相关政策推广 EPC 模式

时间	部门	政策
2020.8.5	浙江省住建厅	《关于进一步推进房屋建筑和市政基础设施项目工程总承包发展的实施意见（征求意见稿）》：装配式建筑原则上采用工程总承包。力争到 2022 年底，工程总承包的政策制度和监管体系基本健全，到 2025 年底，全省工程总承包市场基本形成。
2020.7.27	浙江省住建厅	《关于深化建设工程实施方式改革积极推进工程总承包发展的指导意见》的政策解读：提倡采用固定总价的工程总承包合同形式，竣工结算、审计时仅需对合同约定的可变更部分进行审核，充分调动工程总承包企业的积极性，发挥工程总承包的优势。
2017.8.21	浙江省政府	《关于加快建筑业改革与发展的实施意见》：加快推行工程总承包，装配式建筑原则上应采用工程总承包模式，政府投资工程应完善建设管理模式，带头推行工程总承包。
2016.4.1	浙江省住建厅	《关于深化建设工程实施方式改革积极推进工程总承包发展的指导意见》：建设主管部门每年在国有投资建筑工业化项目、保障性安居工程、市政项目中选择部分按工程总承包模式进行建设。
2014.12.11	浙江省住建厅	关于公布浙江省工程总承包试点地区和第一批试点企业、试点项目的通知：浙江省工程总承包试点地区：杭州市、宁波市、绍兴市、湖州市。

资料来源：浙江省住建厅，浙江省政府，浙商证券研究所整理

表 5：2020 年，公司中标 6 个 EPC 大型总承包项目，承揽规模和数量显著提升

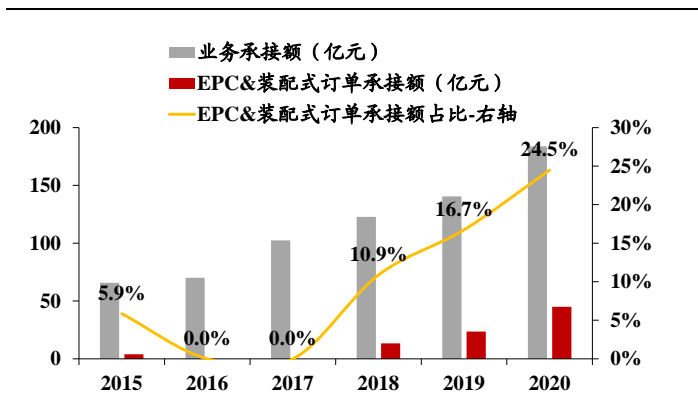
时间	中标项目	建筑面积 (万 m ²)	中标金额 (亿元)
2015.7.29	梅山江商务楼 A 区、B 区工程	10.0	3.9
2018.4.26	温州市现代冷链物流中心项目南区(装配式建筑)建设工程总承包 (EPC)	10.0	4.1
2018.11.22	绍兴南部综合交通枢纽建设工程	7.97	3.2
2018.12.25	绍兴技师学院(筹)(绍兴市职业教育中心)易地新建工程 EPC 总承包项目	15.9	6.0
2019.1.11	绍兴国际会展中心一期 B 区工程 EPC 项目	17.2	23.5
2020.1.8	新绍兴市体校建设项目 EPC 总承包	-	3.6
2020.1.8	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	-	3.3
2020.3.25	绍兴市妇幼保健院(绍兴市儿童医院)建设项目	-	11.3
2020.7.1	杭州亚运会棒(垒)球体育文化中心项目 EPC 总承包	-	12.4
2020.10.15	丽水市水阁卫生院迁建工程设计施工采购 EPC 总承包项目	6.0	3.6
2020.12.16	安徽省六安技师学院综合型产教融合市级示范实训基地(第二校区)项目	33.7	10.8
2021.1.5	甘肃省张掖奥体中心建设项目(EPC)总承包项目	6.6	4.34

资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

大型 EPC 订单金额增长迅速，业务模式变化带动财务指标持续向好。按公司公告口径，公司大型 EPC 项目承接额由 2018 年 13.3 亿元迅速增至 2020 年 45.0 亿元，占总订单金额比重由 10.9% 提升至 24.5%。

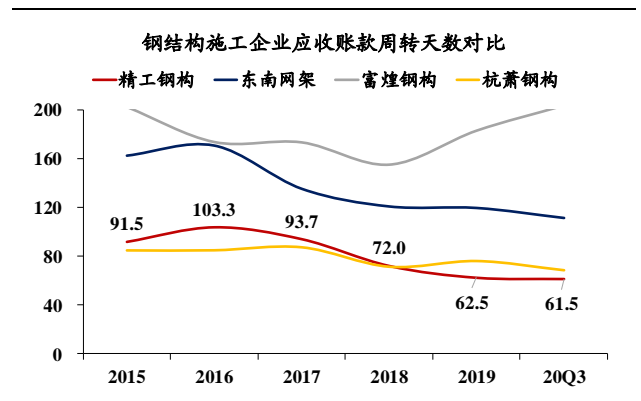
- 从营运能力指标看，公司应收账款周转天数从 2017 年 93.7 天稳步降至 20Q3 的 61.5 天，降幅高达 34.4%。横向看，相较于钢结构工程行业其他公司，精工钢构应收账款周转天数处于低位。

图 28：2018-2020 年，EPC 订单额由 13.3 亿元增至 45.0 亿元



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

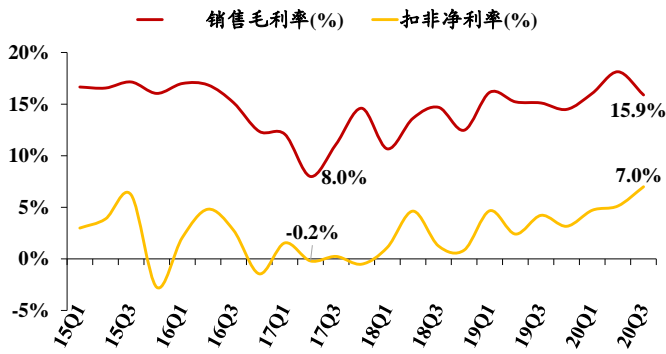
图 29：2016-20Q3，应收账款周转天数下降 40.5%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

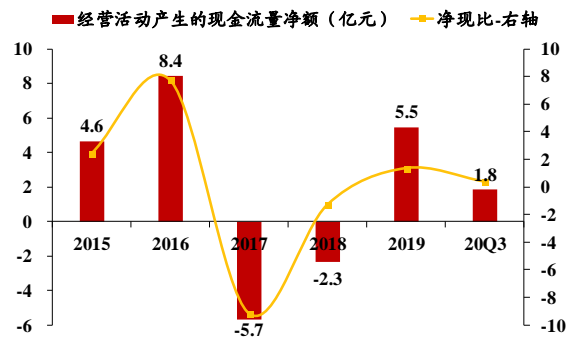
- 从盈利能力指标看，2017 年二季度以来，公司毛利率、扣非净利率总体稳增。单季度毛利率由 17Q2+8.0% 提升至 20Q3+15.9%，单季度扣非净利率由 17Q2-0.2% 逆转迅速提升至 20Q3 +7.0%。从现金流量指标看，经营活动现金流量净额由 2017 年全年-5.7 亿元增至 2020 年前三季度+1.8 亿元，净现比随之由负转正。综合来看，由于建筑工程活动具有从合同签订到竣工结算周期跨度长的特点，财务端数据具有“滞后效应”，我们预计随着近年签约 EPC 项目陆续结转确认营收并回款进账，公司财务端有望持续向好。

图 30: 17Q2 以来, 公司主业毛利率、净利率总体持续增长



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 31: 经营现金流净额由负转正, 20Q3 净现比增至 1.8



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.3. “专利授权”+股权投资模式下, “轻资产”状态加速全国布局

“专利授权”业务促营收稳步增长, 开辟七大区域市场。得益于 PSC 集成建筑产品体系成套技术优势, 叠加品牌优势与管理经验, 公司推出“成套技术加盟合作”模式, 即授权合作企业使用自身技术体系并提供相关服务, 合作企业支付公司一笔资源使用费, 同时, 公司出资与合作企业与当地成立合资企业, 用以开拓当地装配式建筑市场, 合资企业公司占股 9%-19%不等。继 2017 年与宁夏城建集团签署技术加盟首单后, 2018 至 2020 年 10 月, 公司新签 7 单。至此打开了宁夏、河北、辽宁、山西、河南、湖南、山东等区域市场, 合计资源使用费 4.1 亿元。“技术加盟”覆盖广大市场, 轻资产方式推广 PSC 产品体系。

表 6: 2017-2020 年, 累计签订“技术加盟”合同 8 单

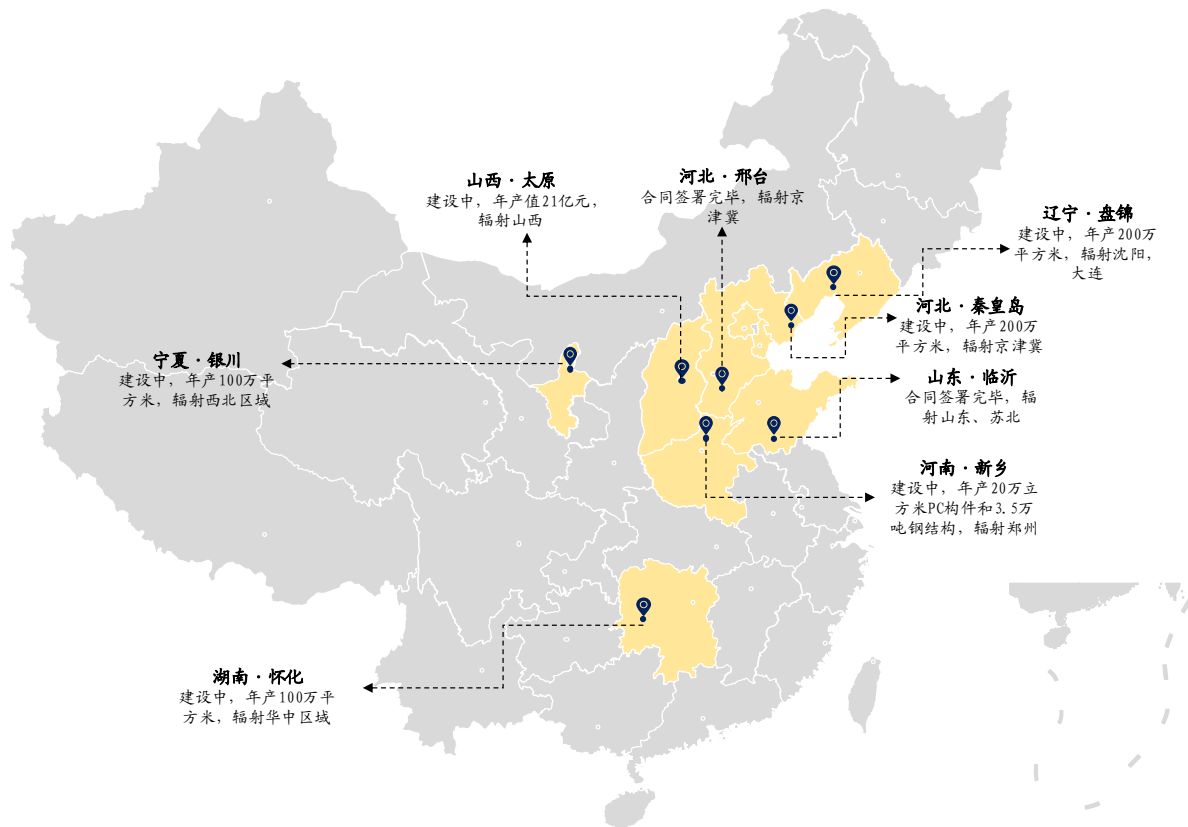
加盟时间	加盟基地所在地	合作方	合作企业背景	加盟技术	资源使用费(万元)	预计建成后装配式产能(万立方米/年)
2017	宁夏银川	宁夏城建集团有限公司	民资	A B*	5000	100
		恒热投资控股有限公司	民资			
2018	河北秦皇岛	秦皇岛鑫石建筑工程有限公司	民资	A B D	6000	200
		秦皇岛开发区第一建筑工程有限公司	民资			
		东跃建设有限公司	民资	A B D	5000	200
2019	辽宁盘锦	太原高新置业有限公司	国资			
		山西省工业设备安装集团有限公司	国资	A B D	6000	-
	山西太原	山西瑞冬欣和机电设备有限公司	民资			
		河南新乡	新乡牧野绿色建筑产业园发展有限公司	国资	A D	6000
2020	湖南怀化	湖南嘉晟住建科技有限公司	民资	A D	5000	100
		怀化市鹤城区城市建设投资有限公司	国资			
2020	山东临沂	天元建设集团有限公司	民资	A D	4000	-
		临沂市罗庄区产业发展有限公司	国资			
	河北邢台	中科国建(海南)投资集团有限公司	民资	A B C D	4000	-

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所整理

备注: *: 加盟技术具体项目: A: 浙江绿筑的公共建筑、住宅建筑成套产品技术体系的设计技术、制造技术和施工技术及未来授权期限(10 年)内在该领域内研发的新技术; B: 绿筑 VI 标识系统; C: 量树信息科技开发的与装配式集成建筑相关配套的信息技术; D: 其他资源支持(不同公司签订的内容可能不同)。

“专利授权”业务模式可复制性强，未来有望持续扩张“盟友”版图。精工钢构自 2010 年开始积极研究发展绿色装配式集成业务，在市场尚未成熟时提早布局，作为赛道领先者，具有“先发优势”。从技术层面看，其 GBS 绿色集成建筑体系可以提供设计、制造、安装、运维管理全产业链集成建筑整体解决方案。从市场层面看，在住房和城乡建设部及各级政府密集政策推动下，各地装配式建筑市场开始成长，而各地建筑行业发展水平和当地建筑企业技术水平都存在较大差异，有的地区存在“有市场，无技术”的情况，精工钢构依托自身技术和成套产品体系优势，有望在其他地区复制该模式，持续扩张版图。

图 32：八大加盟基地助力扩张版图



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3. 定增落地+总承包特级加持，EPC 业务有望加速

3.1. 定增落地抢占高毛利 EPC 市场，助力公司行稳致远

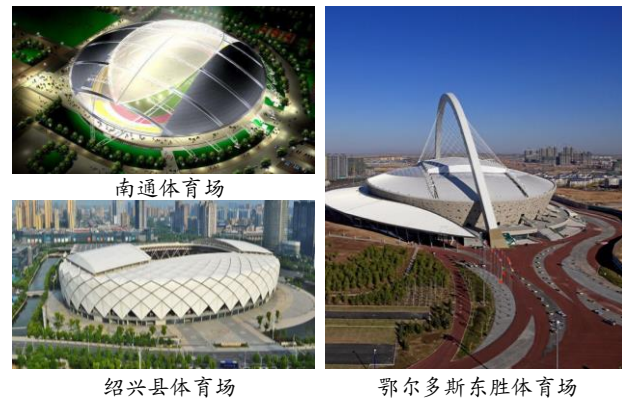
从工程和技术角度看，定增助力在建 EPC 项目顺利实施，积累业绩抢占 EPC 广阔市场。根据公司公告，公司于 2020 年 8 月 28 日完成非公开发行对应股份登记工作，成功募集资金约 10 亿元。根据增发预案，其中 7 亿元用于在建绍兴国际会展中心一期 B 区 EPC 工程和综合交通枢纽施工总承包项目。前者为公司近年来承接规模最大的 EPC 工程，总建筑面积约为 17.2 万平方米，公司运用自身大型开合屋盖技术顺利解决大展厅消防问题。后者总建筑面积 8 万平方米，建成后将成为集长途客运、轨道交通、城市公交及旅游集散于一体的绍兴市首个综合交通枢纽。两个大型项目对企业管理设计、专项整合、技术协调及工程资金水平提出更高的要求，定增落地有助于项目顺利完工，为抢占 EPC 市场筑牢业绩基础。

图 33：绍兴国际会展中心鸟瞰图



资料来源：腾讯网，浙商证券研究所

图 34：国内三座开合屋盖体育场均由精工钢构承建



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

从主业开展和盈利角度看，定增资金有望保障高毛利率 EPC 项目按时完工，加快回款进度，增厚企业利润。EPC 项目在财务上具有风险小、回款快等特点，总承包商作为“乙方的甲方”，对下游分包商议价能力强，因此 EPC 项目毛利率更高。本次募投绍兴国际会展中心一期 B 区工程 EPC 项目经测算预计毛利率约为 14.2%。相较于 2018 年钢结构业务总体毛利率 12.6%，提升 1.5%。同时该项目投资总额为 21.7 亿元，数额巨大。此次项目投资大、毛利率高、回款快，定增资金助力 EPC 项目按时完工，预计带来较高收入与利润。

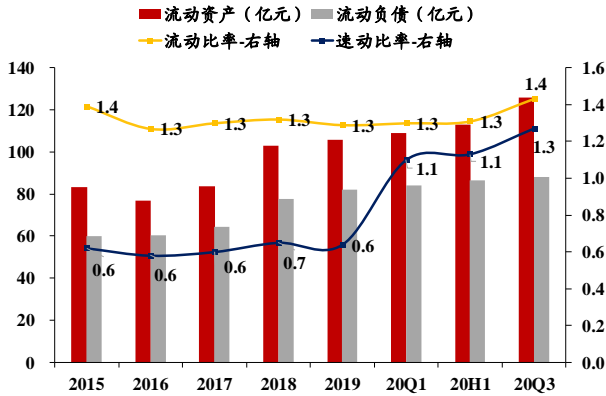
表 7：本次募投 10 亿元，7 亿元用于在建 EPC 项目，3 亿元用于补充流动资金

投资项目	合同总金额 (亿元)	投资总额 (亿元)	项目收入 (亿元)	项目成本 (亿元)	毛利率	拟投入募集资金 (亿元)
绍兴国际会展中心一期 B 区工程 EPC 项目	23.5	21.7	21.6	18.5	14.16%	6.0
绍兴南部综合交通枢纽建设 工程施工总承包项目	3.2	2.9	2.9	2.5	14.61%	1.0
补充流动资金	-	3.0	-	-	-	3.0

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

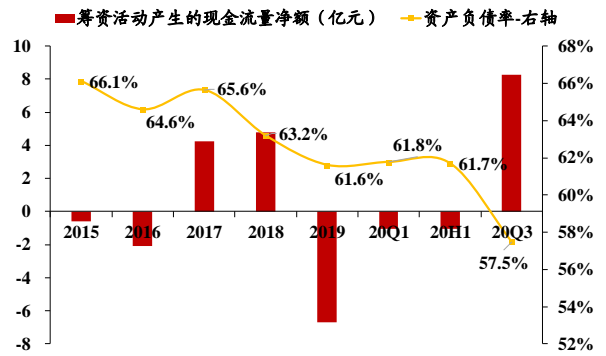
从资本结构角度看，补充流动资金将优化负债结构，降低财务风险，保障企业经营行稳致远。公司流动负债由2017年64.2亿元增长至2020年三季度88.3亿元，其中，应付票据及应付账款占比61.7%，短期借款占比20.3%。外部股权融资有助于降低财务风险，截至2020年4月7日，募投两项目已投入金额合计4.2亿元，通过置换资金，叠加补充流动资金，本次定增至少为公司补充流动资金7.2亿元。从偿债能力看，流动比率由1.3增至1.4，速动比率由1.1增至1.3，均表明公司偿债能力得到提升。从资本结构看，资产负债率由61.7%下降至57.5%，负债比例降低有助于公司健康稳定发展。

图 35：本轮定增后，流动/速动比率分别由 1.3/1.1 增至 1.4/1.3



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 36：本轮定增后，资产负债率由 61.7% 降至 57.5%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.2. 竞拍获总承包特级资质加持，扫清 EPC 资质障碍

获得总承包特级资质和建筑工程设计甲级，承揽 EPC 业务过程中的“资质障碍”基本清除。根据公司公告，2020年6月30日，精工钢构通过竞拍取得总承包特级资质企业重整投资人资格，拟通过受让标的公司股权形式取得建筑工程总承包特级资质及建筑行业设计甲级资质。未来看，公司集建筑设计、钢结构制造、房建总承包施工顶级资质于一体，叠加多项海外制造、施工资质，为获取钢结构建筑 EPC 总承包项目彻底“扫清资质”障碍。

图 37：设计-制造-施工全流程顶级资质齐全



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

大型 EPC 工程对企业资质提出高要求，当前精工钢构所拥有资质在“质”、“量”量方面领先同行。

- 从市场角度看，国内外大型 EPC 工程对企业工程设计和施工总承包资质提出较高要求：一般均要求企业具有房建施工总承包壹级资质，部分大型钢结构公建要求企业具有房建施工总承包特级资质。
- 从业界横向看，精工钢构、富煌钢构、东南网架和杭萧钢构 4 家“一体化”经营模式钢结构龙头企业中，在设计资质方面，精工钢构为唯一具备建筑设计甲、钢结构专项甲、幕墙专项甲、建筑金属屋（墙）面设计等“主体结构+外围护+幕墙”全套设计资质企业；在施工资质方面，精工钢构和富煌钢构具备房建施工总承包特级资质。当前看，精工钢构拥有装配式钢结构行业设计、制造和施工顶格资质，具备一体化交付能力。综合来看，获得特级资质为公司构筑起“资质壁垒”，未来承接大型 EPC 项目有望获得先发优势。

图 38：精工钢构具备“主体结构+外围护”两领域的“设计+制造+施工”顶格资质，即装配式钢结构一体化交付能力

	设计资质	制造、施工资质	
精工钢构	<ul style="list-style-type: none"> • 建筑工程行业设计甲级资质 • 钢结构工程设计专项甲级资质 • 建筑幕墙工程设计专项甲级资质 • 建筑金属屋（墙）面设计与施工特级资质 	<ul style="list-style-type: none"> • 房屋建筑施工总承包特级资质 • 钢结构制造特级资质 • 钢结构工程专业承包壹级资质 • 建筑幕墙工程专业承包壹级资质 	<p>A股唯一一家兼有“主体结构+外围护”设计+制造+施工顶格资质钢结构企业</p> <p>即：具备装配式钢结构建筑一体化交付能力</p>
富煌钢构	<ul style="list-style-type: none"> • 建筑工程行业设计甲级资质 • 钢结构工程专项设计甲级资质 	<ul style="list-style-type: none"> • 房屋建筑施工总承包特级资质 • 钢结构制造特级资质 • 建筑幕墙工程专业承包壹级资质 	
东南网架	<ul style="list-style-type: none"> • 轻型钢结构工程设计专项甲级 • 建筑幕墙工程设计专项乙级 	<ul style="list-style-type: none"> • 房屋建筑施工总承包壹级资质 • 钢结构制造特级资质 • 钢结构工程专业承包壹级资质 • 建筑金属屋（墙）面设计与施工特级资质 • 建筑幕墙工程专业承包壹级资质 • 网架结构专项特级资质 • 中国金属围护系统承包特级资质 	
杭萧钢构	<ul style="list-style-type: none"> • 建筑行业工程设计乙级资质 • 轻型钢结构工程设计专项甲级资质 	<ul style="list-style-type: none"> • 房屋建筑施工总承包壹级资质 • 钢结构制造特级资质 • 钢结构工程专业承包壹级资质 • 建筑金属屋（墙）面设计与施工特级资质 • 中国金属围护系统承包特级资质 	

资料来源：各公司公告整理

注：此处设计资质序列未考虑工程综合设计甲级（钢结构企业非勘察设计企业）

4. 自主研发 IoT&BIM 产品，有望切入千亿建筑 IT 市场

4.1. 建筑信息化产品研发：布局早、亮点多、自用效果好

公司前瞻布局数字化领域，建筑信息化产品应用场景涵盖装配式建筑工程全生命周期。浙江精筑、量树科技作为公司建筑信息化板块“双子星”，在建筑信息化软件开发领域成果丰硕，产品应用场景实现从前期设计、中期智能建造及后期运维管理全覆盖。

(1) 精筑：提供 BIM+建筑信息化产品

浙江精筑前身为成立于 2014 年的公司 BIM 创新研发中心，旗下三大产品包括全专业 BIM 建模及技术咨询服务、激光三维扫描测量与数字化预拼装和精筑 BIM+项目全生命周期管理平台。BIM 咨询服务基于公司多年积累钢结构制造和施工经验，可提供 BIM 建模及动画渲染、钢结构深化设计服务；CAE 辅助业务基于激光三维扫描测量与数字化预拼装技术，可为大型钢结构建筑施工提供虚拟预拼装服务，节约施工成本、大大提升现场装配精度、提高施工效率；BIM+项目管理平台助力工程项目精细化管理、降低不可控因素。

图 39：精筑三大建筑信息化产品：BIM 咨询、CAE 工程辅助、BIM+项目管理平台



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

精筑 BIM+项目管理平台作为精筑旗下主打产品，以 BIM 技术为基础，结合物联网、云计算、大数据、GIS 等技术，可提供在建装配式建筑工程实时、高效率、高精度信息化管理。据公司官网信息，2020 年 9 月，BIM+项目管理平台 V6.0 版本正式发布，其中 APP 端赋能经营管理，WEB 端可在装配式建筑建造全流程，进行实时进度管理、质量管理、合同管理、风险管理等。该产品已应用于北京大兴国际机场航站楼、亚投行总部大楼、港珠澳大桥边检中心大楼等多个国际级钢结构建筑项目，其中“北京新机场航站楼钢结构工程 BIM 技术应用”荣获 2018 年全国 BIM 大赛一等奖。我们认为，工业 4.0 时代，未来基于 BIM+的装配式建筑信息化产品有望同多年积累的钢结构技术一起构成公司核心竞争力。

图 40：精筑 BIM+项目管理平台：赋能企业经营管理、实现装配式建筑管理全过程管理



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

(2) 量树：提供云端协同作业产品

量树科技成立于2017年，为装配式建筑信息化解决方案的专业提供商。EPC总承包模式下，总承包商管理能力直接决定项目盈利能力，而装配式建筑天然具备构件可追踪、用材和用工可量化的特点。旗下开发之云 ZCloud 系列产品之云物联、之云仓库和之云生产，可分别应用于“智慧工地”和“工厂物料管理”。基于之云物联生成装配式构件全生命周期数据信息库，实现工地和工厂间信息流畅通，助力工厂降库存、现场快速应变、提高施工效率。项目各参与方可在之云 ZCloud 交互和共享信息，提升项目管理效率，解决传统工程项目管理中的“信息断层”、“质量控制难”、“流程协同差”等问题。

图 41：量树之云：提供装配式建筑数字化一站式解决方案



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

公司旗下“ZCloud”全生命周期信息化管理平台为之云解决方案中构件物流追踪的多人协同工作平台，可以实现提供构件追踪、进度模拟、进度预警等服务。之云物联以项目管理“戴明环”PDCA为核心逻辑架构，实现生产进度智能预警与管理，多工厂多项目信息综合管理等诸多功能。平台与之云仓库模块配合，运用PDA技术确保构件生产计划精准管理，实现仓储、运输路径可视化和构件质量完整追溯。“ZCloud”平台在2019年浙江嘉兴钢结构住宅试点项目中得到应用，促进了项目管理和施工效率双提升，为装配式项目管理和施工赋能。

图 42：之云 ZCloud 物联：确保装配式建筑 24 小时在线！（浙江海盐钢结构住宅试点项目，2019）



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

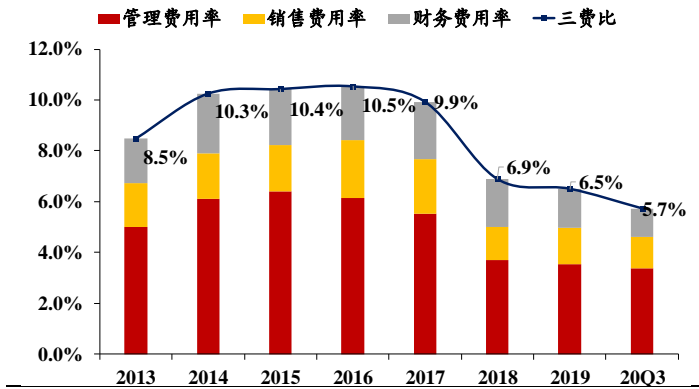
图 43：之云 ZCloud 仓库平台：利用“PDA 技术”实现高效“盘库”



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

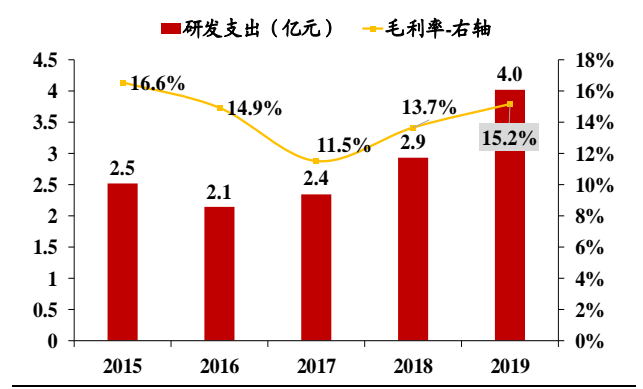
从应用效果看,得益于精筑 BIM+和量树之云系统为生产制造和施工赋能,加之直营 EPC 占比逐年提升,2017 年以来,公司三费比稳步降低,业务毛利率逐步提升。公司在信息化研发投入逐步加大,研发费用由 2015 年 2.5 亿元增长至 2019 年 4 亿元。信息化产品落地自用效果渐显,三费合计从 2015 年 7.5 亿元下降至 2019 年 6.7 亿元,占营收比重也逐年降低,由 2015 年 10.4%下降至 2019 年 6.5%。与此同时,管理信息化降低生产成本,促使毛利率升高。公司毛利率由 2017 年 11.5%增长至 2019 年 15.2%。

图 44: 2015-2019 年, 公司三费比由 10.4%降至 6.5%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 45: 2015-2019 年, 研发投入由 2.5 亿元增至 4 亿元

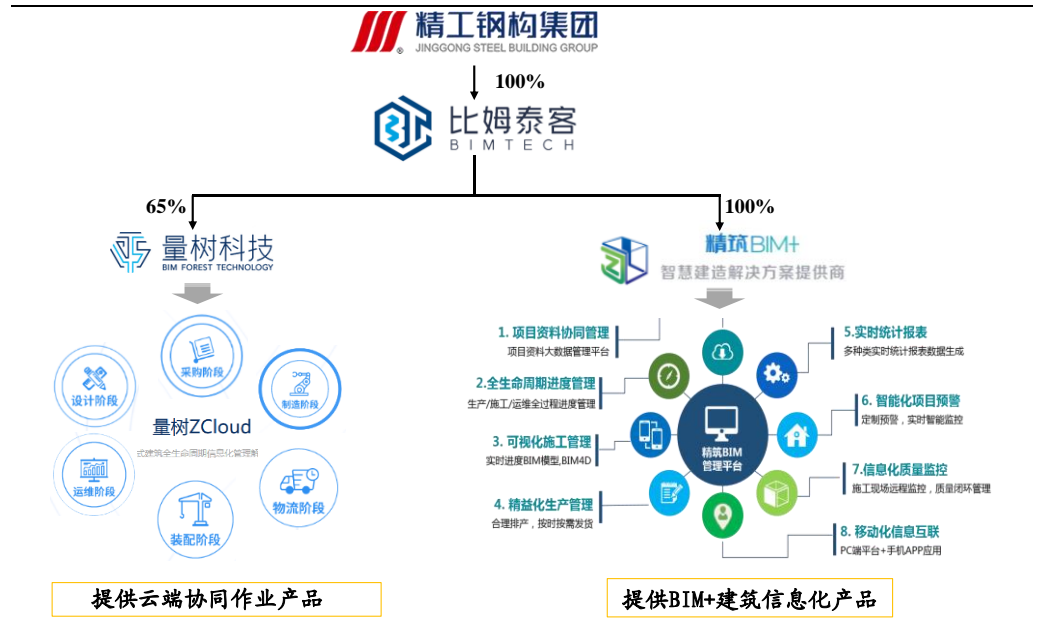


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

4.2. 双剑合璧, 未来可期: 成立 BIMTECH 剑指建筑信息化 B 端业务

公司成立全资子公司比姆泰客 (BIMTECH), 初步完成旗下建筑信息化板块整合。据 2020 年 7 月 16 日公司公告, 公司拟通过收购整合原有两家子公司浙江精筑和量数科技, 成立全资专业化子公司。根据爱企查和公司官网, 精工钢构于 2020 年 10 月注册成立全资子公司一比姆泰客信息科技(上海)有限公司, 旗下控股浙江精筑和量树科技。通过此次整合, 比姆泰客旗下建筑信息化软件将实现从装配式建筑设计、制造、运输、施工安装到运维全产业链覆盖。未来公司建筑信息化板块有望做大做强, 逐步实现对外销售建筑信息化服务软件, 从成本中心转为盈利中心。

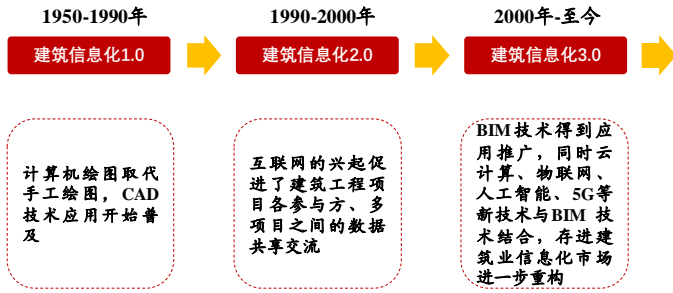
图 46: 成立全资子公司比姆泰客, 控股量树、精筑, 有望实现 1+1>2



资料来源: 公司官网, 爱企查, 公司公告, 浙商证券研究所

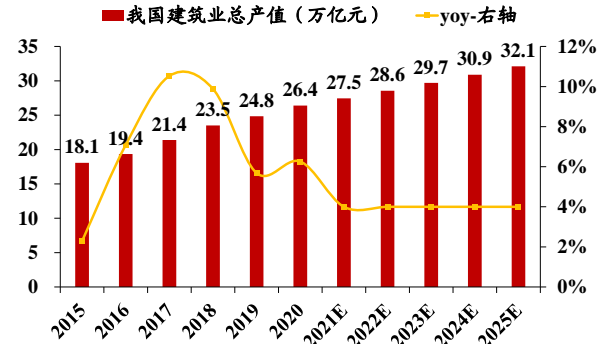
受住建系统政策及市场需求双重因素推动，我国建筑信息化市场空间有望达到千亿元级。根据中国建筑企业协会数据，2018年，中国建筑信息化占总产值的比例仅为0.1%，而美国等发达国家投入可达1%，国际平均水平为0.3%。2019年、2020年我国建筑业总产值分别达到24.8、26.4万亿元，同比增长5.7%、6.3%。当前，我国建设主管部门大力推动建筑工业化发展，在5G、物联网、云计算等技术加持下，建筑信息化渗透率有望持续提升。保守情景下，我们假设未来5年建筑业总产值年复合增速4%、2025年建筑信息化渗透率达到0.4%，2025年对应建筑信息化市场规模有望超1200亿元/年。

图 47：我国建筑信息化进入 3.0 时代



资料来源：中国建筑企业协会，浙商证券研究所

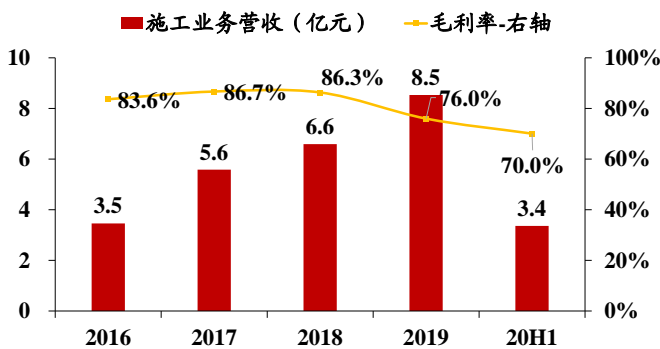
图 48：我国建筑业总产值及其增速



资料来源：中国建筑企业协会，浙商证券研究所

对标建筑信息化服务龙头—广联达，比姆泰客助力精工钢构实现“戴维斯双击”可期。受益于新型建筑工业化带来的巨大市场需求，2016-2019年，广联达施工软件销售业务营收从3.5亿元迅速增至8.5亿元，年复合增速高达35.1%，2019年该业务毛利率高达70.0%。根据公司公告，未来建筑信息化软件有望从企业自用逐步实现对外销售，从成本中心转为盈利中心。从公司前期承建的多个大型钢结构建筑项目应用自研建筑信息化软件效果看，示范效应显著、口碑良好，我们认为该业务潜在客户群广泛。未来看，建筑信息化软件有望一方面增厚公司业绩，另一方面提升公司估值水平，从而获得“戴维斯双击”。

图 49：2016-2019 年，广联达施工服务业务营收 CAGR+35.1%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 50：建筑 IT 公司凭借高成长性和高毛利获得高估值

证券代码	证券简称	市值 2021.1.27 亿元	PB					
			2019A	TTM	2020E	2021E	2022E	PB LF
002410.SZ	广联达	996.2	423.8	325.5	227.4	145.5	104.9	17.2
300935.SZ	盈建科	72.6	110.2	123.1	125.2	100.8	80.7	7.6
	加权平均	-	402.5	311.8	220.5	142.5	103.3	16.6
600496.SH	精工钢构	98.0	24.3	16.8	15.7	12.2	9.6	1.5

资料来源：Wind，浙商证券研究所

5. 盈利预测及估值

5.1. 盈利预测

订单端:

2020年下半年,住建部出台文件鼓励医院、学校、大跨度建筑等公共建筑优先采用钢结构。根据公司公告,2020年全年新签合同额同比高增+30.8%,其中EPC及装配式建筑全年新签合同额占比30.7%,同比大增+103.0%,钢结构专业分包及其他业务占比69.3%,同比稳增+13.0%。

表 8: 2019、2020 年新签订单情况

	累计新签		其中: EPC&装配式			其中: 钢结构专业分包及其他业务		
	金额 (亿元)	yoy	金额 (亿元)	占比 (%)	yoy	金额 (亿元)	占比 (%)	yoy
20Q4	183.68	30.8%	56.36	30.7%	103.0%	127.32	69.3%	13.0%
20Q3	135.28	20.5%	40.00	29.6%	41.0%	95.28	70.4%	13.6%
20Q2	99.74	11.4%	39.20	39.3%	41.2%	60.54	60.7%	-2.0%
20Q1	39.52	-21.4%	18.41	46.6%	12685.5%	21.11	53.4%	-57.9%
19Q4	140.42	14.4%	27.77	19.8%	-	112.65	80.2%	-
19Q3	112.24	18.9%	28.37	25.3%	-	83.87	74.7%	-
19Q2	89.56	36.3%	27.77	31.0%	-	61.79	69.0%	-
19Q1	50.28	61.8%	0.14	0.3%	-	50.14	99.7%	-

资料来源:公司公告,浙商证券研究所

注:表中斜体数值为根据2020年公告增速推算

收入端:

建筑业基于订单完工百分比确认营收,从既往项目经验看,以公共建筑、商业建筑为代表的大型钢结构项目工期一般为2~3年,工业建筑工期较公共建筑和商业建筑短。

- (1) **钢结构专业分包业务:** 根据公司公告,2020年钢结构专业分包及其他业务新签合同额同比+13.0%,2020年前三季度公共商业建筑新签合同额同比高增+46%,工业建筑新签合同额预计持平或微降(含其他业务口径下同比-3.1%)。根据国家统计局数据,2020年全年规模以上工业企业利润同比+4.1%,主要工业板块利润均实现正增长。当前疫苗已逐步接种,国内经济持续复苏,根据浙商宏观团队预计,2021年制造业固定资产投资同比+5.0%,结合2019年、2020年新签订单情况,我们预计2020-2022年,工业建筑营收增速12%/5%/20%;公共建筑营收增速8%/35%/25%;商业建筑营收增速4%/25%/20%。综合看,2020-2022年钢结构专业分包业务营收增速预计分别9.6%/15.8%/21.5%;
- (2) **EPC业务:** 当前,住建部鼓励内容明确、技术方案成熟的钢结构建筑采用工程总承包模式,引导钢结构企业向工程总承包企业转型。2019年以来,公司EPC&装配式新签合同额高增,占总新签合同额比重由2019年19.8%迅速提升至2020年30.7%。在此背景下,考虑到公司已承接EPC项目施工进度、营收结转时间和未来订单承接速度,并考虑到2019年当年订单结转确认营

收部分绝对数额不大，在低基数效应下，预计 2020-2022 年 EPC 业务营收增速分别为 120%、95%、50%；

- (3) **专利授权许可业务**：根据公司公告统计，2017-2020 年，专利授权许可业务分别签约 1 单、3 单、2 单、2 单，假设未来 2 年加盟拓展力度维增、单笔专利授权许可业务合同额保持平稳。根据公司公告，专利授权业务款项支付按照合同约定分次收取，结合此前签约专利授权合同营收确认比例，经综合测算，我们预计 2020-2022 年预计专利授权许可业务营收分别 0.61 亿元、0.73 亿元、0.90 亿元，对应增速分别为 8.1%、18.8%和 23.5%。
- (4) **其他产品营收**：在市场对装配式钢结构建筑配套建材产品需求不减的情况下，我们预计 2020-2022 年，以配套建材销售为主的其他产品营收增速分别为 30.2%、31.0%和 31.8%。

表 9：营收拆分及预测（单位：百万元）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总营收	8631	10235	12064	15272	19476
YOY	32.1%	18.6%	17.9%	26.6%	27.5%
钢结构专业分包	8170	9190	10076	11673	14183
YOY		12.5%	9.6%	15.8%	21.5%
其中：工业建筑	4633	5281	5915	6211	7453
YOY		14.0%	12.0%	5.0%	20.0%
其中：公共建筑	2166	2409	2602	3513	4391
YOY		11.2%	8.0%	35.0%	25.0%
其中：商业建筑	1370	1500	1560	1949	2339
YOY		9.4%	4.0%	25.0%	20.0%
EPC 业务	247	712	1566	3054	4581
YOY		188.5%	120.0%	90.0%	50.0%
专利授权许可收入	30	57	61	73	90
YOY		88.4%	8.1%	18.8%	23.5%
其他产品	184	277	361	473	623
YOY		50.7%	30.2%	31.0%	31.8%
其中：其他主营	74	142	198	278	389
YOY		91.0%	35.0%	35.0%	35.0%
其中：其他	110	135	162	195	0.9234
YOY		23.4%	20.0%	20.0%	20.0%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

注：根据公司公告，2019 年按新业务口径披露营收、成本，新口径数值可回溯至 2018 年

综合以上各产品预测情况，我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别 120.64 亿元、152.72 亿元、194.76 亿元。

成本&毛利率端:

- (1) **成本构成:** 从公司披露数据看, 钢结构专业分包业务中, 工业建筑、商业建筑生产成本占比约 60%、公共建筑生产成本占比约 55%。根据行业经验, 生产成本中, 钢材成本占比例大致在 65%左右, 其余为直接人工成本、动力成本。
- (2) **成本变动&毛利率: 1) 钢结构专业分包业务:** 钢材生产成本预计将随下游基建、汽车、机械行业需求变化而波动, 人工成本、动力成本变动不大。根据公司公开披露信息: 公司业务合同多为开口, 可在结算时按材料实际发生金额调整; 综合考虑上述情况, 我们预计 2020-2022 年钢结构分包业务(工业建筑、公共建筑、商业建筑)毛利率将维持现况。2) **EPC 业务:** 根据公司公开披露信息: EPC 项目中, 钢结构成本占比因项目而异, 总体看占比不高。因此钢价波动对 EPC 业务成本影响有限, 随着公司未来在 EPC 项目管理方面能力持续提升, 经验不断积累, 我们预计 20-22 年该部分业务毛利率有望持续提升。3) **综合毛利率:** 2020-2022 年, 我们预计高毛利率 EPC 业务营收占比有望持续提升, 综合毛利率有望维持稳增。

经测算, 我们预计 20-22 年公司综合毛利率分别 15.73%、15.87%、16.14%, 最终预计公司 2020-2022 年净利润分别 6.24 亿元、8.05 亿元、10.26 亿元。

表 10: 2018、2019 年成本拆分表

产品类型	项目	2018	2019
钢结构专业分包业务	生产成本占比 (%)	59.24%	57.16%
	安装成本占比 (%)	27.98%	29.06%
	毛利率 (%)	12.8%	13.8%
其中: 工业建筑	生产成本占比 (%)	60.6%	58.6%
	安装成本占比 (%)	27.9%	28.6%
	毛利率 (%)	11.4%	12.8%
其中: 公共建筑	生产成本占比 (%)	55.9%	53.0%
	安装成本占比 (%)	29.2%	31.6%
	毛利率 (%)	14.9%	15.4%
其中: 商业建筑	生产成本占比 (%)	59.8%	58.7%
	安装成本占比 (%)	26.2%	26.7%
	毛利率 (%)	14.0%	14.6%
EPC 业务	生产成本占比 (%)	70.5%	51.8%
	安装成本占比 (%)	32.4%	31.7%
	毛利率 (%)	-3.1%	16.4%
专利授权许可收入	毛利率 (%)	100.0%	100.0%
其他	生产成本占比 (%)	40.4%	66.0%
	毛利率 (%)	59.6%	34.0%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

注: 根据公司公告, 2019 年按新业务口径披露营收、成本, 新口径数值可回溯至 2018 年

表 11: 简易盈利预测表 (单位: 百万元人民币)

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	10235	12064	15272	19476
YOY		17.87%	26.59%	27.53%
营业成本	8681	10166	12848	16333
YOY		17.10%	26.38%	27.13%
毛利率	15.18%	15.73%	15.87%	16.14%
净利润	400	624	805	1026
YOY		56.11%	28.93%	27.38%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

5.2. 估值及评级

从 PEG 角度看:

行业基本面持续向好, 公司业绩成长驱动力足。“十四五”期间, 装配式建筑渗透率提升和总承包模式推广有望加速, “直营 EPC” + “专利授权” 业务有望加速, 精工钢构业绩有望实现高成长。根据我们所作预测, 公司 2019-2022 年归母净利润 CAGR 为 36.87%。若按 PEG=1 考虑, 我们看 2021 年 PE 在 36.9 倍左右, 按当前市值计算 2021 年对应 PE 仅 16.1 倍, 对应 PEG=0.44 < 1, 估值偏低。

表 12: 精工钢构 2020-2022 年 PEG 测算 (2021.1.28)

单位: 亿元	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	102.35	120.64	152.72	194.76
YOY	-	17.87%	26.59%	27.53%
归母净利润	4.00	6.24	8.05	10.26
YOY		56.11%	28.93%	27.38%
PE	25.0	16.1	12.5	9.8
2019-2022 年 CAGR		36.87%		
PEG	-	0.44	0.34	0.27

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

从相对估值角度看:

精工钢构属于装配式钢结构建造行业, 我们选取装配式钢结构细分行业头部可比公司—鸿路钢构、杭萧钢构、东南网架和富煌钢构, 得到行业内可比公司 2020/2021 年 PE 均值分别 25.0 倍、20.0 倍。精工钢构作为装配式钢结构行业龙头, 当前公司市值对应 2020/2021 年 PE 仅 16.1 倍、12.5 倍, 估值偏低。

表 13: 可比公司估值表 (2021.1.28)

证券代码	证券简称	市值		PE				PB
		亿元	2019A	TTM	2020E	2021E	2022E	LF
002541.SZ	鸿路钢构	243	43.4	33.6	32.7	25.5	20.2	4.5
600477.SH	杭萧钢构	80	17.1	9.8	10.1	11.6	8.8	2.0
002135.SZ	东南网架	62	23.1	18.2	16.0	11.6	9.0	1.4
002743.SZ	富煌钢构	28	30.9	23.3	21.1	15.1	11.4	1.0
	加权平均	-	34.4	26.0	25.0	20.0	15.7	3.3
600496.SH	精工钢构	101	25.0	17.3	16.1	12.5	9.8	1.5

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

注: 除精工钢构、鸿路钢构、远大住工外, 表内其余公司尚未覆盖, 对应数据采用 Wind 一致预期

分别考虑到 PEG 估值、行业可比公司相对估值等情况，首次覆盖，我们给予“增持”评级。

6. 风险提示

- 1、钢结构装配式建筑渗透率提升速度不及预期；
- 2、钢材价格上涨幅度及持续时间超预期；
- 3、房地产投资增速不及预期。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	10576	12579	15244	18943	营业收入	10235	12064	15272	19476
现金	2035	2427	2300	2697	营业成本	8681	10166	12848	16333
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	46	57	71	92
应收账款	2049	2414	3064	3894	营业费用	146	163	206	263
其它应收款	370	514	635	781	管理费用	363	428	541	690
预付账款	714	951	1328	1520	研发费用	402	483	641	857
存货	5297	6203	7839	9965	财务费用	156	114	100	96
其他	111	71	77	86	资产减值损失	2	3	4	5
非流动资产	3189	3216	3182	3034	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	370	274	215	投资净收益	43	21	21	28
长期投资	810	762	776	783	其他经营收益	29	32	25	29
固定资产	869	893	903	903	营业利润	399	703	907	1199
无形资产	317	321	331	348	营业外收支	9	6	8	8
在建工程	218	134	61	20	利润总额	408	710	915	1207
其他	974	735	837	765	所得税	8	85	110	181
资产总计	13765	15795	18426	21977	净利润	400	624	805	1026
流动负债	8188	9506	11311	13914	少数股东损益	(3)	0	0	0
短期借款	1442	1521	1550	1504	归属母公司净利润	403	624	805	1026
应付款项	5148	6102	7665	9773	EBITDA	644	870	1067	1354
预收账款	817	1204	1371	1846	EPS (最新摊薄)	0.20	0.31	0.40	0.51
其他	782	679	725	791	主要财务比率				
非流动负债	294	242	343	368		2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	0	50	100	150	成长能力				
其他	294	192	243	218	营业收入	18.59%	17.87%	26.59%	27.53%
负债合计	8482	9748	11654	14282	营业利润	107.67%	76.34%	28.90%	32.20%
少数股东权益	19	19	19	19	归属母公司净利润	121.95%	54.83%	28.93%	27.38%
归属母公司股东权益	5264	6028	6753	7676	获利能力				
负债和股东权益	13765	15795	18426	21977	毛利率	15.18%	15.73%	15.87%	16.14%
					净利率	3.91%	5.18%	5.27%	5.27%
					ROE	7.92%	11.02%	12.56%	14.18%
					ROIC	7.17%	8.80%	9.86%	11.10%
					偿债能力				
					资产负债率	61.62%	61.71%	63.25%	64.99%
					净负债比率	20.54%	18.17%	15.94%	13.23%
					流动比率	1.29	1.32	1.35	1.36
					速动比率	0.64	0.67	0.65	0.65
					营运能力				
					总资产周转率	0.76	0.82	0.89	0.96
					应收帐款周转率	5.76	5.77	5.96	5.98
					应付帐款周转率	3.19	3.33	3.38	3.42
					每股指标(元)				
					每股收益	0.20	0.31	0.40	0.51
					每股经营现金	0.27	0.33	-0.06	0.27
					每股净资产	2.91	2.99	3.35	3.81
					估值比率				
					P/E	24.95	16.12	12.50	9.81
					P/B	1.72	1.67	1.49	1.31
					EV/EBITDA	8.09	11.01	9.23	6.98

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>