

EPC 转型初获成功，21 年轻装上阵

—2020 年报点评


投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年02月24日)	6.28元
目标价格	6.46元
52周最高价/最低价	10.95/5.52元
总股本/流通A股(万股)	103,440/95,851
A股市值(百万元)	6,496
国家/地区	中国
行业	建筑工程
报告发布日期	2021年02月24日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	6.64	2.78	-23.62	-10.13
相对表现	8.1	-1.24	-38.83	-24.34
沪深300	-1.46	4.02	15.21	14.21



资料来源: WIND、东方证券研究所

核心观点

- **化纤亏损影响业绩, EPC 推动订单增长。**20 年营收/归母净利润 92.56/2.71 亿元, YOY+3.12%/1.25%。业绩低于预期的原因: 1) 20 年受纺织服装需求萎缩以及原材料减值影响, 化纤业务亏损 1.5 亿, 扣除化纤亏损后盈利 YOY+58%; 2) 计提了 6188 万资产减值损失。分业务, EPC 首次单独披露, 实现收入 6.71 亿; 钢结构分包实现收入 60.38 亿, YOY+5.52%; 化纤业务收入 20.42 亿, YOY-34.84%。全年新签订单 112.18 亿, YOY+28%, 我们估计其中 EPC 超过 40%, 截至 20 年底已中标尚未签订合同订单金额还有 36.93 亿, 在 EPC 业务的带动下预计 21 年订单仍有望保持较快增长。
- **钢结构毛利率有所提升, EPC 提升信用能力、改善现金流。**20 年毛利率为 11.61%, 同比增加 0.03pct, 其中钢结构 (EPC+分包) 毛利率 15.24%, 同比提高 0.72pct, 主要由于分包项目结算的毛利率较高。净利率为 2.85%, 同比下降 0.1pct。期间费用率同比下降 0.48pct 至 7.14%, 销售/管理/财务费用率同比增加 0.05/0.3/0.06pct, 主要由于化纤业务相关支出增加。实现经营性净现金流 4.45 亿, YOY+39%, 主要由于付现比下降 6.6pct, 同时应付票据余额 YOY+48%, 体现了转型 EPC 后对上游的经营性融资能力增强。
- **钢结构需求有望持续景气, EPC 是长期发展趋势。**近年来政策大力推广“装配式+EPC”, 新建公共建筑原则上要采用钢结构, 住宅领域的渗透率有望不断提升, 公司报告中预计到 2023 年全国钢结构产量 CAGR+13%; 资质改革后将逐步取消钢结构分包, 钢结构项目必须以 EPC 形式竞标, 公司凭借在公建领域积累的品牌和技术优势, 18 年开始向 EPC 转型, 到 20 年 EPC 成为订单的主导力量, 转型效果显著, 未来 EPC 有望助力公司做大做强。

财务预测与投资建议

- 预计 20/21/22 年 EPS 0.26/0.34/0.43 元 (原 EPS 0.37/0.50/0.66 元), 主要调减钢结构分包订单、EPC 订单转化率和化纤价格。参考可比公司平均估值给予公司 21 年 19X PE, 对应目标价 6.46 元, 维持“买入”评级。

风险提示

- 新签订单及订单转化率不及预期、钢材价格大幅波动、应收账款坏账

公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8,976	9,256	10,641	12,836	15,077
同比增长(%)	3.2%	3.1%	15.0%	20.6%	17.5%
营业利润(百万元)	282	333	411	523	633
同比增长(%)	49.0%	18.1%	23.6%	27.2%	20.9%
归属母公司净利润(百万元)	267	271	355	445	537
同比增长(%)	56.7%	1.2%	30.9%	25.4%	20.7%
每股收益(元)	0.26	0.26	0.34	0.43	0.52
毛利率(%)	11.6%	11.6%	12.0%	12.2%	12.3%
净利率(%)	3.0%	2.9%	3.3%	3.5%	3.6%
净资产收益率(%)	6.4%	6.3%	7.7%	8.8%	9.8%
市盈率	24.3	24.0	18.3	14.6	12.1
市净率	1.5	1.5	1.3	1.2	1.1

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测, 每股收益使用最新股本全面摊薄计算,

证券分析师

黄骥

021-63325888*6074

huangji@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860520030001

证券分析师

江剑

021-63325888*7275

jiangjian@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860520090001

联系人

聂磊

021-63325888*7504

nielei@orientsec.com.cn

相关报告

转型 EPC 加速成长, 化纤有望筑底回暖 2020-11-03

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格, 据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资建议

公司是华东钢结构工程施工龙头，在装配式学校、医院等建设领域具备差异化竞争优势，向 EPC 转型后业务规模有望实现快速增长。由于 1) 公司的主营业务为工程施工，钢结构分包及 EPC 项目大部分都需要部分垫资；2) 化纤生产过程中的库存（原材料、在产品等）会占用部分营运资金，报表的现金流不能完全反映出公司的真实盈利水平，采用绝对估值法进行估值会与实际情况产生一定的偏差，因此我们采用相对估值法对公司进行估值。

参考可比公司平均估值给与公司 21 年 19X PE，对应目标价 6.46 元。我们选择其他钢结构以及装配式建筑产业链的 A 股公司作为可比公司，2020 年-2022 年可比公司调整后平均 PE 估值为 27/19/15X。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.26/0.34/0.43 元/股，目前股价对应 PE 分别为 24.0/18.3/14.6X，给予公司 2021 年 19X PE，对应目标价为 6.46 元，维持“买入”评级。

表：可比公司估值

公司名称	代码	最新价格 (元)	每股收益 (元)				市盈率			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
鸿路钢构	002541	47.50	1.07	1.42	1.94	2.54	48.51	33.46	24.47	18.70
精工钢构	600496	5.52	0.20	0.31	0.39	0.48	28.79	18.07	14.27	11.44
富煌钢构	002743	7.07	0.21	0.30	0.41	0.53	34.04	23.57	17.16	13.29
日上集团	002593	3.50	0.12	0.16	0.25	0.37	30.04	21.88	14.00	9.46
亚厦股份	002375	8.63	0.32	0.27	0.40	0.53	27.16	31.83	21.61	16.21
华阳国际	002949	21.95	0.69	0.90	1.22	1.54	30.10	24.39	18.03	14.28
中铁装配	300374	12.35	0.27	0.11	0.37	0.54	46.07	113.20	33.56	22.87
调整后平均							32.90	27.02	19.11	14.78
东南网架	002135	6.28	0.26	0.26	0.34	0.43	24.30	24.00	18.30	14.60

资料来源：朝阳永续，东方证券研究所

注：可比公司盈利预测均为朝阳永续一致预期，最新价格为 2021 年 2 月 24 日收盘价；调整后平均为去掉最大值和最小值后的平均值

风险提示

新签订单及订单转化率不及预期。盈利预测中的收入受新签订单增速和订单转化率的影响较大，我们综合历史以及行业整体发展情况对两项指标进行预测，但如果宏观环境、公司经营目标等发生较大变化，可能会造成实际的订单增速及转化率不及预期。

钢材价格大幅波动风险。钢材是钢结构产品的主要原材料，虽然公司采用成本加成的定价机制，可以适当将钢材价格波动风险转嫁给下游客户。但在实际执行过程中，受管理精确性、资金周转情况等因素制约，公司无法保证所有合同在收到客户首笔定金后其原材料得到及时采购，从而产生部分敞口风险。

应收账款坏账风险。建筑行业是典型的资金驱动型行业，垫资施工的经营模式使得建筑企业的应收账款和长期应收款占用资金比例较大。随着公司 EPC 业务规模逐年增长，未来应收款项可能继续保持增长，相应的坏账损失风险增加。

附录

主要调整的核心假设：1) 调减 EPC 订单转化率，主要由于 20 年实际订单转化率低于预期，在手订单体量较大导致落地周期延长；2) 调减钢结构分包订单，主要由于预计未来业务重心放到 EPC 后分包业务将加速萎缩；3) 调减化纤单价，主要由于 20 年实际价格低于预期，预计未来价格保守估计下将低位走平。

表 1：核心假设及盈利预测变动分析表

人民币百万元（标注除外）	调整前			调整后		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
核心假设						
EPC 业务订单（亿元）	72	129.6	183.6	67	125.349	182.26
变动幅度				-6.94%	-3.28%	-0.73%
EPC 订单转化率	28%	29%	30%	8.08%	15%	18%
变动幅度				-19.92%	-14.00%	-12.00%
钢结构分包业务订单（亿元）	68.58	48	50.4	45.18	42.921	36.48
变动幅度				-34.12%	-10.58%	-27.61%
钢结构分包订单转化率	47.03%	48%	48%	55.07%	55%	50%
变动幅度				8.04%	7.00%	2.00%
化纤销量（万吨）	45.02	36.02	36.02	40.98	40.98	40.98
变动幅度				-8.97%	13.77%	13.77%
化纤单价（元/吨）	6959.11	6611.15	6611.15	4982.92	4982.92	4982.92
变动幅度				-28.40%	-24.63%	-24.63%
钢结构分包毛利率	17.00%	16.00%	15.00%	15.5%	15.5%	15.0%
变动幅度				-1.50%	-0.50%	0.00%
管理费用率	2.00%	2.00%	1.90%	2.43%	2.00%	1.95%
变动幅度				0.43%	0.00%	0.05%
销售费用率	0.32%	0.32%	0.30%	0.37%	0.35%	0.35%
变动幅度				0.05%	0.03%	0.05%
分产品盈利预测						
钢结构分包						
销售收入	5,398.0	5,226.1	5,136.8	6,038.0	5,069.8	3,898.2
变动幅度				11.86%	-2.99%	-24.11%
毛利率	17.0%	16.0%	15.0%	15.5%	15.5%	15.0%
变动幅度				-1.50%	-0.50%	0.00%
EPC						
销售收入	2,464.0	5,595.8	9,618.0	671.0	3,024.6	6,365.9
变动幅度				-72.77%	-45.95%	-33.81%
毛利率	13.6%	13.6%	13.6%	13.1%	13.5%	13.5%

变动幅度				-0.50%	-0.10%	-0.10%
化纤						
销售收入	2,381.1	2,381.1	2,381.1	2,042.0	2,042.0	2,042.0
变动幅度				-14.24%	-14.24%	-14.24%
毛利率	-2.0%	1.0%	1.0%	-2.6%	-1.0%	1.0%
变动幅度				-0.60%	-2.00%	0.00%
其他业务						
销售收入	121.6	127.6	134.0	505.3	505.0	530.3
变动幅度				315.54%	295.77%	295.75%
毛利率	60.0%	60.0%	60.0%	20.9%	20.0%	20.0%
变动幅度						
销售收入合计	10,364.6	13,330.7	17,269.9	9,256.3	10,641.4	12,836.3
变动幅度				-39.10%	-40.00%	-40.00%
综合毛利率	12.3%	12.7%	12.7%	11.6%	12.0%	12.2%
变动幅度				-0.70%	-0.70%	-0.50%

资料来源: wind, 东方证券研究所

表 2: 主要财务数据变动分析表

人民币百万元 (标注除外)	调整前			调整后		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
营业收入	10,364.58	13,330.68	17,269.93	9,256.29	10,641.39	12,836.31
变动幅度				-10.69%	-20.17%	-25.67%
营业利润	432	592	776	333	411	523
变动幅度				-22.92%	-30.57%	-32.60%
归属母公司净利润	385	520	681	271	355	445
变动幅度				-29.61%	-31.73%	-34.65%
每股收益 (元)	0.37	0.50	0.66	0.26	0.34	0.43
变动幅度				-29.73%	-32.00%	-34.85%
毛利率(%)	12.3%	12.7%	12.7%	11.6%	12.0%	12.2%
变动幅度				-0.70%	-0.70%	-0.50%
净利率(%)	3.7%	3.9%	3.9%	2.9%	3.3%	3.5%
变动幅度				-0.80%	-0.60%	-0.40%

资料来源: wind, 东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,168	1,482	1,383	1,669	1,960	营业收入	8,976	9,256	10,641	12,836	15,077
应收票据、账款及款项融资	3,431	3,447	3,831	4,493	5,277	营业成本	7,937	8,182	9,367	11,266	13,217
预付账款	83	65	106	128	151	营业税金及附加	22	27	31	30	35
存货	3,742	1,431	4,402	5,408	6,344	营业费用	29	34	37	45	45
其他	150	3,280	186	228	251	管理费用及研发费用	591	555	596	712	829
流动资产合计	8,574	9,706	9,909	11,926	13,983	财务费用	64	72	139	145	173
长期股权投资	289	289	300	300	300	资产、信用减值损失	41	62	71	121	150
固定资产	1,638	1,655	1,505	1,397	2,096	公允价值变动收益	0	1	0	0	0
在建工程	321	271	492	871	399	投资净收益	(21)	(22)	(10)	(5)	(5)
无形资产	201	1,174	1,132	1,090	1,048	其他	10	29	20	10	10
其他	420	554	296	311	321	营业利润	282	333	411	523	633
非流动资产合计	2,869	3,944	3,725	3,969	4,164	营业外收入	23	5	15	10	10
资产总计	11,443	13,650	13,634	15,894	18,147	营业外支出	2	3	5	5	5
短期借款	1,737	2,288	1,999	2,453	2,971	利润总额	303	335	421	528	638
应付票据及应付账款	4,461	5,232	5,339	6,647	7,798	所得税	38	71	63	79	96
其他	587	986	724	805	877	净利润	265	263	358	449	542
流动负债合计	6,785	8,505	8,062	9,905	11,646	少数股东损益	(2)	(7)	4	4	5
长期借款	225	257	257	257	257	归属于母公司净利润	267	271	355	445	537
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.26	0.26	0.34	0.43	0.52
其他	26	33	0	0	0						
非流动负债合计	251	290	257	257	257	主要财务比率					
负债合计	7,037	8,796	8,319	10,162	11,903		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	129	479	483	487	493	成长能力					
实收资本(或股本)	1,034	1,034	1,034	1,034	1,034	营业收入	3.2%	3.1%	15.0%	20.6%	17.5%
资本公积	2,086	1,956	2,086	2,086	2,086	营业利润	49.0%	18.1%	23.6%	27.2%	20.9%
留存收益	1,158	1,385	1,712	2,125	2,631	归属于母公司净利润	56.7%	1.2%	30.9%	25.4%	20.7%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	4,407	4,854	5,315	5,733	6,244	毛利率	11.6%	11.6%	12.0%	12.2%	12.3%
负债和股东权益总计	11,443	13,650	13,634	15,894	18,147	净利率	3.0%	2.9%	3.3%	3.5%	3.6%
						ROE	6.4%	6.3%	7.7%	8.8%	9.8%
						ROIC	4.9%	4.6%	6.2%	7.0%	7.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	61.5%	64.4%	61.0%	63.9%	65.6%
净利润	265	263	358	449	542	净负债率	18.0%	21.9%	17.4%	19.0%	21.1%
折旧摊销	196	201	192	194	237	流动比率	1.26	1.14	1.23	1.20	1.20
财务费用	64	72	139	145	173	速动比率	0.71	0.97	0.68	0.66	0.66
投资损失	21	22	10	5	5	营运能力					
营运资金变动	(80)	482	(736)	(463)	(692)	应收账款周转率	2.4	2.4	2.6	2.7	2.7
其它	(147)	(595)	275	106	140	存货周转率	2.2	3.2	3.2	2.3	2.2
经营活动现金流	320	445	239	436	405	总资产周转率	0.8	0.7	0.8	0.9	0.9
资本支出	(346)	(1,130)	(221)	(424)	(423)	每股指标(元)					
长期投资	20	(21)	10	0	0	每股收益	0.26	0.26	0.34	0.43	0.52
其他	(193)	129	150	(5)	(5)	每股经营现金流	0.31	0.43	0.23	0.42	0.39
投资活动现金流	(518)	(1,022)	(61)	(429)	(428)	每股净资产	4.14	4.23	4.67	5.07	5.56
债权融资	123	33	49	0	0	估值比率					
股权融资	0	(130)	130	0	0	市盈率	24.3	24.0	18.3	14.6	12.1
其他	52	816	(456)	278	314	市净率	1.5	1.5	1.3	1.2	1.1
筹资活动现金流	174	718	(277)	278	314	EV/EBITDA	13.9	12.5	10.2	8.7	7.2
汇率变动影响	(0)	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	21.8	18.7	13.7	11.3	9.4
现金净增加额	(24)	141	(98)	285	291						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn