

精工钢构(600496)

20年利润高增62%，需求供给双轮驱动，业绩向上空间充足

——精工钢构投资价值研究

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

报告导读

- 1) 业绩超预期。经初步核算，公司2020年实现营收115.32亿元，同比增长12.67%，实现归母净利润6.52亿元，同比高增61.73%。
- 2) 订单获高增。公司2020年新签同比高增31%，列钢结构板块第一。
- 3) 政策新催化。2021年3月起，浙江装配式建筑原则上采用工程总承包模式，公司深耕浙江叠加发力EPC业务，有望斩获更多订单，获得超额成长。
- 4) 成长逻辑兑现，业绩向上空间足。当前价值低估，上调至“买入”评级。

投资要点

□ 20年业绩增速超预期，净利润同比高增61.73%

1) 全年看：营收端，预计2020年公司实现营收115.32亿元，同比+12.67%，利润端：实现归母净利/扣非净利6.52亿元/5.99亿元，同比高增61.73%/63.37%，对应归母净利率/扣非净利率5.66%/5.19%，分别较2019年提升1.75pct/1.61pct，公司盈利能力显著提升。我们分析主要系公司前期大力开拓下，高毛利率装配式&EPC项目2020年营收占比提升所致。

2) 分季度看：2020年Q1-Q4单季度营收同比分别+6.13%/-3.75%/15.54%/+28.77%，归母净利同比分别+19.5%/+89.00%/+72.39%/+73.07%，季度数据印证装配式高景气度。

□ 新签合同额高增叠加政策端催化，短期业绩向上空间足

1) 公司层面，2020年新签EPC及装配式业务合同金额56.36亿元，较2019年22.77亿元高增103.0%，金额占比由19.8%大幅提升至30.7%，单笔合同平均金额由0.30亿元提升至0.42亿元，增幅高达39.2%。21年EPC及装配式业务结转营收高增有保障，订单规模增加有望提升人均产效。

2) 政策层面：一方面，住建部等9部委于2020年8月发文，鼓励医院、学校等公共建筑优先采用钢结构，“小公建”EPC钢结构市场扩容趋势料将贯穿“十四五”；另一方面，2021年3月起，浙江全省钢结构装配式建筑原则上采用工程总承包模式，EPC渗透率预期将迅速提升。短期看，公司业绩向上空间充足。

□ 发力EPC叠加“专利授权”，现金流改善、经营渠道外扩

EPC模式下，作为总承包商，公司逐步掌握产业链话语权，现金流状况稳步改善，2017-2019年经营性现金流分别-5.68亿元、-2.34亿元、5.46亿元。“专利授权”模式下，公司优选省外加盟商，随着参股基地陆续投产，一方面实现轻资产扩充外协产能，另一方面打开省外经营渠道，布局西北、华北和华中三大区域。长期看，受“商业模式占优”带动，公司未来成长动能足。

评级

买入

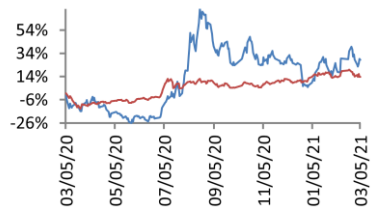
上次评级	增持
当前价格	¥5.40

单季度业绩

元/股

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

精工钢构 上证综合指数



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一绿筑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。

相关报告

1 《精工钢构深度报告（600496）：发力EPC叠加自研BIM+赋能，钢结构龙头打开成长空间》2021.01.28

报告撰写人：匡培钦

联系人：耿鹏智

□ 三重竞争优势加持，打造“创新驱动钢结构科技公司”

作为钢结构建筑龙头，公司当前已具备三重竞争优势：**1) 智能制造优势**：自主研发绿筑 GBS 装配式建筑产品体系下，化“现场建造”为“工厂制造”，实现产品和供应链标准化、工厂流水线机械化；**2) 数字化管理优势**：20 年 10 月设立比姆泰睿，整合子公司浙江精筑和量树科技，自研 BIM+ 和 IOT 软件为钢结构制造、运输和安装全流程赋能。未来有望贡献利润新增长点；**3) 全面资质优势**：当前公司拥有总承包特级、建筑设计甲级、建筑幕墙设计甲级和金属屋（墙）面设计和施工特级等资质，形成从设计到施工、从主体结构到围护附属的全资质序列，构筑起“资质壁垒”，在承接大型 EPC 项目时获得先发优势。

□ 盈利预测及估值

1) 成长逻辑兑现，业绩向上空间足。公司 19 年、20 年持续发力 EPC 和装配式业务，盈利能力、新签订单规模均获显著提升，成长逻辑兑现。考虑到 2020 年新签合同情况，在充分预计各业务数据基础上，我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 6.52 亿元、8.73 亿、11.43 亿元，对应 20-22 年 CAGR+32.4%。

2) 行业高景气度叠加公司“模式占优”，当前价值被低估，上调至“买入”评级。我们预测 2020-2022 年利润对应 3 月 5 日收盘价 PE 分别为 16.7 倍、12.5 倍、9.5 倍，行业 2020-2022 年平均 PE 分别 26.9 倍、21.6 倍、16.9 倍。装配式行业景气度持续提升背景下，公司大力发展 EPC 和装配式业务、重构商业模式，未来业绩向上空间大、确定性强。**从相对估值和成长性角度角度看，公司价值被低估，上调至“买入”评级。**

表 1：可比公司估值表（2021.3.5）

证券代码	证券简称	市值 亿元	PE				PB LF	
			2019A	TTM	2020E	2021E		2022E
002541.SZ	鸿路钢构	261	46.7	32.8	35.2	27.4	21.7	4.4
600477.SH	杭萧钢构	89	19.0	10.9	11.2	12.8	9.8	2.2
002135.SZ	东南网架	65	24.3	24.0	16.8	12.2	9.4	1.5
002743.SZ	富煌钢构	31	34.5	26.0	23.6	16.9	12.8	1.1
	加权平均	-	37.1	26.7	26.9	21.6	16.9	3.3
600496.SH	精工钢构	109	27.0	18.6	16.7	12.5	9.5	1.6

资料来源：Wind，浙商证券研究所

备注：除精工钢构、鸿路钢构、远大住工外，表内其余公司数据采用 Wind 一致预期

□ 风险提示：钢结构装配式建筑渗透率提升速度不及预期；固定资产投资增速不及预期。

财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	10235	11531	14653	18723
(+/-)	18.59%	12.66%	27.07%	27.78%
净利润	403	652	873	1143
(+/-)	121.95%	61.63%	33.91%	30.93%
每股收益(元)	0.20	0.32	0.43	0.57
P/E	26.95	16.67	12.45	9.51

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	12236	14888	18566	营业收入	10235	11531	14653	18723
现金	2035	2575	2547	3073	营业成本	8681	9653	12214	15519
交易性金融资产	0	0	0	0	毛利润	46	55	68	88
应收账款	2049	2307	2940	3743	营业费用	146	156	198	253
其它应收款	370	491	609	751	管理费用	363	409	519	663
预付账款	714	903	1263	1444	研发费用	402	461	615	824
存货	5297	5889	7452	9469	财务费用	156	113	97	91
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
金融资产类	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	735	984	1337
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	741	992	1345
其他	974	735	837	765	所得税	8	89	119	202
资产总计	13765	15452	18070	21600	净利润	400	652	873	1143
流动负债	8188	9138	10869	13346	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	652	873	1143
应付款项	5148	5794	7287	9287	EBITDA	644	900	1141	1488
预收账款	817	1150	1315	1774	EPS (最新摊薄)	0.20	0.32	0.43	0.57
其他	782	673	717	781	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%	12.66%	27.07%	27.78%
负债合计	8482	9380	11212	13714	营业利润	107.67%	84.16%	33.91%	35.89%
少数股东权益	19	19	19	19	归属母公司净利润	121.95%	61.63%	33.91%	30.93%
归属母公司股东权益	5264	6053	6839	7867	获利能力				
负债和股东权益	13765	15452	18070	21600	毛利率	15.18%	16.29%	16.65%	17.11%
					净利率	3.91%	5.65%	5.96%	6.10%
					ROE	7.92%	11.48%	13.50%	15.50%
					ROIC	7.17%	9.10%	10.50%	12.03%
					偿债能力				
					资产负债率	61.62%	60.70%	62.05%	63.49%
					净负债比率	20.54%	18.88%	16.56%	13.78%
					流动比率	1.29	1.34	1.37	1.39
					速动比率	0.64	0.69	0.68	0.68
					营运能力				
					总资产周转率	0.76	0.79	0.87	0.94
					应收帐款周转率	5.76	5.65	5.97	5.99
					应付帐款周转率	3.19	3.26	3.38	3.42
					每股指标(元)				
					每股收益	0.20	0.32	0.43	0.57
					每股经营现金	0.27	0.41	-0.01	0.34
					每股净资产	2.91	3.01	3.40	3.91
					估值比率				
					P/E	26.95	16.67	12.45	9.51
					P/B	1.86	1.80	1.59	1.38
					EV/EBITDA	8.09	11.37	9.12	6.64

现金流量表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	546	822	(12)	674
净利润	400	652	873	1143
折旧摊销	113	75	79	82
财务费用	156	113	97	91
投资损失	(43)	(21)	(21)	(28)
营运资金变动	655	339	626	1330
其它	(735)	(337)	(1666)	(1943)
投资活动现金流	(84)	(345)	86	25
资本支出	(30)	4	6	(20)
长期投资	414	(336)	86	55
其他	(468)	(13)	(6)	(10)
筹资活动现金流	(667)	62	(101)	(173)
短期借款	(247)	79	29	(46)
长期借款	(181)	50	50	50
其他	(239)	(67)	(181)	(177)
现金净增加额	(204)	539	(28)	526

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>