

# 中标 EPC 大单，转型升级再上新台阶



## 核心观点

- **中标 EPC 大单，经营业绩有望大幅提升。**3月31日晚间，公司公告作为联合体牵头人中标杭州国际博览中心二期 EPC 项目，中标金额 41.24 亿，占 20 年收入的 45%，为公司历史上承接规模最大的 EPC 项目。该项目既有大跨度结构也有超高层结构，充分展示了公司承接综合性强、技术难度大的世界一流建筑的实力。年报中公司披露 20 年底仍有 36.93 亿已中标尚未签约的订单，若不考虑其他未公告订单，21 年新签订单将至少达到 78.17 亿，占 20 年新签订单的 70%。随着新签订单的逐步执行，业绩高增长有保障。
- **钢结构+EPC 成为长期趋势，公司转型升级正当时。**近几年政策推动下，新建公共建筑原则上要采用钢结构，住宅领域的渗透率不断提升，长期看钢结构建设需求有望保持稳定增长；3 月住建部发布最新版《建筑业企业资质标准》，钢结构专业分包取消后并入施工总承包，未来钢结构项目或逐步过渡到全部以 EPC 形式竞标，公司较早意识到只做专业分包的瓶颈，凭借在学校、医院和大型场馆等公建领域积累的品牌和技术优势，18 年开始向 EPC 转型，目前 EPC 已成为订单的主导力量，转型效果在 20 年至今已逐步体现，一方面更加快速地扩大业务规模，另一方面可改善营运能力和现金流。
- **化纤景气度回升，21 年对业绩的拖累有望减小。**20 年疫情影响下，纺织服装需求萎缩，且原油暴跌带来化纤原材料大幅减值，公司 POY 业务亏损达到 1.5 亿。我们预计 21 年公司化纤板块有望实现减亏，主要由于全球经济复苏带动大宗商品市场趋势性回暖，一方面原材料减值或部分转回，另一方面公司产品提价后盈利有望得到修复，截至 3 月底国内涤纶 POY-PTA 价差为 5324 元/吨，较去年同期上涨 39%，行业景气度持续向好。

## 财务预测与投资建议

- 预计 21-23 年 EPS 为 0.39/0.49/0.61 元（原 EPS 为 0.34/0.43/0.52），主要调增新签订单增速以及订单转化率。参考可比公司平均估值给予公司 21 年 20X PE，对应目标价 7.80 元，维持“买入”评级。

## 风险提示：

- 原材料价格大幅上涨、地产需求大幅下滑风险、应收账款坏账风险

公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8,976	9,256	12,532	15,091	18,759
同比增长(%)	3.2%	3.1%	35.4%	20.4%	24.3%
营业利润(百万元)	282	333	467	598	747
同比增长(%)	49.0%	18.1%	40.2%	28.2%	24.9%
归属母公司净利润(百万元)	267	271	401	508	633
同比增长(%)	56.7%	1.2%	48.1%	26.5%	24.7%
每股收益(元)	0.26	0.26	0.39	0.49	0.61
毛利率(%)	11.6%	11.6%	12.0%	12.0%	12.2%
净利率(%)	3.0%	2.9%	3.2%	3.4%	3.4%
净资产收益率(%)	6.4%	6.3%	8.7%	9.9%	11.2%
市盈率	27.9	27.5	18.6	14.7	11.8
市净率	1.7	1.7	1.5	1.4	1.3

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，

## 投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年03月31日)	7.21 元
目标价格	7.8 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)	7,458
国家/地区	中国
行业	建筑工程
报告发布日期	2021年04月01日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-2.3	13.35	14.62	-15.32
相对表现	-4.02	17	10.41	-38.25
沪深 300	1.72	-3.65	4.21	22.93



资料来源：WIND、东方证券研究所

**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

EPC 转型初获成功，21 年轻装上阵：—— 2021-02-24  
2020 年报点评  
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 20X PE，对应目标价 7.80 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，2021 年-2022 年可比公司调整后平均 PE 估值为 20/15X。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.39/0.49/0.61 元/股，目前股价对应 PE 分别为 18.6/14.7/11.8X，给予公司 2021 年 20X PE，对应目标价为 7.80 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	49.27	1.07	1.53	2.14	2.76	48.51	32.29	23.07	17.83
精工钢构	600496	5.41	0.20	0.32	0.41	0.51	28.79	16.93	13.32	10.61
富煌钢构	002743	7.10	0.21	0.30	0.41	0.53	34.04	23.67	17.23	13.35
日上集团	002593	3.49	0.12	0.11	0.20	0.31	30.04	31.16	17.45	11.26
亚厦股份	002375	8.68	0.32	0.25	0.35	0.47	27.16	34.50	24.47	18.35
华阳国际	002949	20.70	0.69	0.89	1.18	1.56	30.10	23.38	17.56	13.31
中铁装配	300374	14.60	0.27	0.06	0.42	0.64	46.07	254.80	35.10	22.81
调整后平均							32.90	29.00	19.96	14.82

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 3 月 31 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	1,629	1,962	2,439	营业收入	8,976	9,256	12,532	15,091	18,759
应收票据、账款及款项融资	3,431	3,447	4,261	4,829	6,190	营业成本	7,937	8,182	11,032	13,275	16,476
预付账款	83	65	125	151	188	营业税金及附加	22	27	31	35	43
存货	3,742	1,431	5,185	6,372	7,908	营业费用	29	34	44	53	56
其他	150	3,280	205	251	288	管理费用及研发费用	591	555	702	830	1,013
<b>流动资产合计</b>	<b>8,574</b>	<b>9,706</b>	<b>11,406</b>	<b>13,565</b>	<b>17,013</b>	财务费用	64	72	152	165	202
长期股权投资	289	289	300	300	300	资产、信用减值损失	41	62	100	141	217
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)	(5)	(5)	(5)
无形资产	201	1,174	1,132	1,090	1,048	其他	10	29	0	10	0
其他	420	554	296	311	321	<b>营业利润</b>	<b>282</b>	<b>333</b>	<b>467</b>	<b>598</b>	<b>747</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,869</b>	<b>3,944</b>	<b>3,725</b>	<b>3,969</b>	<b>4,164</b>	营业外收入	23	5	15	10	10
<b>资产总计</b>	<b>11,443</b>	<b>13,650</b>	<b>15,130</b>	<b>17,534</b>	<b>21,177</b>	营业外支出	2	3	5	5	5
短期借款	1,737	2,288	2,443	2,728	3,760	<b>利润总额</b>	<b>303</b>	<b>335</b>	<b>477</b>	<b>603</b>	<b>752</b>
应付票据及应付账款	4,461	5,232	6,288	7,832	9,721	所得税	38	71	71	90	113
其他	587	986	781	873	988	<b>净利润</b>	<b>265</b>	<b>263</b>	<b>405</b>	<b>513</b>	<b>639</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>6,785</b>	<b>8,505</b>	<b>9,512</b>	<b>11,434</b>	<b>14,468</b>	少数股东损益	(2)	(7)	4	5	6
长期借款	225	257	257	257	257	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>267</b>	<b>271</b>	<b>401</b>	<b>508</b>	<b>633</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.26	0.26	0.39	0.49	0.61
其他	26	33	0	0	0						
<b>非流动负债合计</b>	<b>251</b>	<b>290</b>	<b>257</b>	<b>257</b>	<b>257</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>7,037</b>	<b>8,796</b>	<b>9,769</b>	<b>11,690</b>	<b>14,725</b>		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	129	479	483	488	495	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%	35.4%	20.4%	24.3%
资本公积	2,086	1,956	2,086	2,086	2,086	营业利润	49.0%	18.1%	40.2%	28.2%	24.9%
留存收益	1,158	1,385	1,758	2,235	2,836	归属于母公司净利润	56.7%	1.2%	48.1%	26.5%	24.7%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>4,407</b>	<b>4,854</b>	<b>5,362</b>	<b>5,843</b>	<b>6,451</b>	毛利率	11.6%	11.6%	12.0%	12.0%	12.2%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>11,443</b>	<b>13,650</b>	<b>15,130</b>	<b>17,534</b>	<b>21,177</b>	净利率	3.0%	2.9%	3.2%	3.4%	3.4%
						ROE	6.4%	6.3%	8.7%	9.9%	11.2%
						ROIC	4.9%	4.6%	6.8%	7.6%	8.3%
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%	64.6%	66.7%	69.5%
净利润	265	263	405	513	639	净负债率	18.0%	21.9%	20.9%	18.4%	25.2%
折旧摊销	196	201	192	194	237	流动比率	1.26	1.14	1.20	1.19	1.18
财务费用	64	72	152	165	202	速动比率	0.71	0.97	0.65	0.63	0.63
投资损失	21	22	5	5	5	营运能力					
营运资金变动	(80)	482	(1,009)	(331)	(1,184)	应收账款周转率	2.4	2.4	2.9	3.0	3.1
其它	(147)	(595)	304	126	207	存货周转率	2.2	3.2	3.3	2.3	2.3
<b>经营活动现金流</b>	<b>320</b>	<b>445</b>	<b>49</b>	<b>671</b>	<b>106</b>	总资产周转率	0.8	0.7	0.9	0.9	1.0
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	0.39	0.49	0.61
其他	(193)	129	155	(5)	(5)	每股经营现金流	0.31	0.43	0.05	0.65	0.10
<b>投资活动现金流</b>	<b>(518)</b>	<b>(1,022)</b>	<b>(56)</b>	<b>(429)</b>	<b>(428)</b>	每股净资产	4.14	4.23	4.72	5.18	5.76
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	27.9	27.5	18.6	14.7	11.8
其他	52	816	(25)	90	798	市净率	1.7	1.7	1.5	1.4	1.3
<b>筹资活动现金流</b>	<b>174</b>	<b>718</b>	<b>154</b>	<b>90</b>	<b>798</b>	EV/EBITDA	15.7	14.1	10.5	8.9	7.2
汇率变动影响	(0)	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	24.6	21.0	13.8	11.1	9.0
<b>现金净增加额</b>	<b>(24)</b>	<b>141</b>	<b>147</b>	<b>333</b>	<b>477</b>						

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](http://www.dfzq.com.cn)