

规模优势显现，盈利能力继续提升

——2020 年年报点评



核心观点

- **业绩高增长符合预期，产能/产效稳步提升。**20 年营收/归母净利润/扣非净利润 134.51/7.99/6.08 亿元，YOY+25%/43%/33%，扣除当期 1.94 亿政府补贴后的经营性净利润 YOY+42%。20 年钢结构平均产能 320 万吨，较 19 年增加 80 万吨，产/销量 251/247 万吨，YOY+34%/41%，疫情后钢结构公建需求旺盛且公司承接了较多重大项目，带动产销两旺；以年底员工人数计算的人均产量 163 吨，YOY+3%，新工厂产能爬坡带来生产效率的提升。全年新签订单 174 亿元，YOY+16%，其中制造类订单 172 亿，YOY+24%。
- **实际盈利能力提升，原材料备货影响现金流。**20 年毛利率为 13.55%，同比下降 0.66pct，主要由于 1.27 亿运输费用由销售费用调整至营业成本，剔除运费影响后实际毛利率为 14.5%，同比提升 0.29pct；假设制造/工程订单分别在 1/2 年内确认收入，推算制造单吨毛利/净利 538/234 元，同比增加 54/44 元。期间费用率同比下降 1.4pct 至 6.02%，销售费用率变动是主因，同比下降 1.06pct，主要与运费的科目调整有关。实现经营性净现金流 1.59 亿，YOY-81.73%，付现比同比提升 15.5pct 至 105%，我们认为主要由于公司为避免钢材成本大幅波动而进行了较多的提前备货，存货同比增加约 11 亿。
- **扩产目标再提档，规模优势下看好盈利能力提升的持续兑现。**20 年 10 月公司披露原计划到 21 年钢结构产能将达到 450 万吨，年报中将产能目标进一步提升至 22 年的 500 万吨，后续扩产预期仍有望持续提升。随着新增产能的释放，公司已逐步构建起大幅领先同行的规划化加工优势，未来议价能力有望增强，同时在钢结构行业需求不断扩张以及公司产能利用率持续提升的情况下，订单承接能力有可能会接近产能瓶颈，因此不排除将上调加工费用。

财务预测与投资建议

- 预计 21-23 年 EPS 2.11/2.92/3.74 元（21-22 年原值 1.95/2.61 元），主要上调产能利用率和价格，可比公司 21 年平均 PE 22X，公司未来 1 年盈利增长高于可比公司，且公司作为行业龙头业绩确定性更强，给予公司 25%溢价至 28X PE，对应目标价 59.08 元，维持“增持”评级。

风险提示：产能释放不及预期，钢材价格大幅波动，政府补助不达预期

公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,755	13,451	16,896	21,451	25,650
同比增长(%)	36.6%	25.1%	25.6%	27.0%	19.6%
营业利润(百万元)	671	1,026	1,415	1,959	2,510
同比增长(%)	99.0%	52.8%	37.9%	38.5%	28.1%
归属母公司净利润(百万元)	559	799	1,104	1,528	1,958
同比增长(%)	34.4%	42.9%	38.1%	38.5%	28.1%
每股收益(元)	1.07	1.53	2.11	2.92	3.74
毛利率(%)	14.2%	13.6%	14.5%	15.1%	15.4%
净利率(%)	5.2%	5.9%	6.5%	7.1%	7.6%
净资产收益率(%)	11.9%	14.6%	17.5%	20.8%	21.8%
市盈率	47.8	33.4	24.2	17.5	13.6
市净率	5.4	4.5	4.0	3.3	2.7

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04月01日)	50.99 元
目标价格	59.08 元
52周最高价/最低价	60.5/14.13 元
总股本/流通A股(万股)	52,372/37,045
A股市值(百万元)	26,704
国家/地区	中国
行业	建筑工程
报告发布日期	2021年04月02日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	0.91	1.98	39.58	250.64
相对表现	-1.22	2.52	33.31	226.33
沪深300	2.13	-0.54	6.27	24.31



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

Q3 业绩高增长，规模化效益凸显	2020-10-23
Q2 业绩大幅提速，盈利能力稳步提升	2020-07-31
钢结构加工龙头，产能/盈利能力稳步提升	2020-06-18

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

公司是钢结构制造龙头，具备产能规模优势，现金流优异，随着未来产能利用率提升以及加工费用增加，盈利能力有望提升，长期来看公司市占率提升空间较大。由于 1) 公司的部分工程业务需要垫资；2) 生产过程中的库存（原材料、在产品等）会占用部分营运资金；3) 预计未来仍有较多待确认的政府补助等非经营性收入，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 28X PE，对应目标价 59.08 元。我们选择其他主营钢结构（如精工钢构）和装配式建筑（如亚厦股份、中铁装配）的 A 股公司作为可比公司，2020-2022 年可比公司调整后平均 PE 估值为 31/22/16X。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 2.11/2.92/3.74 元/股，目前股价对应 PE 分别为 24.2/17.5/13.6X。可比公司未来 1 年平均净利润增速为 27%，我们预测公司净利润增速为 39%，公司盈利增长高于可比公司，另一方面公司作为钢结构制造龙头业绩确定性强且未来市占率仍有望不断提升，因此我们认为应给与公司估值一定的溢价水平，参考可比公司平均估值，给予公司 2021 年 25% 的估值溢价，即 28X PE，对应目标价为 59.08 元，维持“增持”评级。

表 1: A 股可比公司估值

公司名称	代码	最新价格 (元)	21-22 年净利 润增速	每股收益 (元)				市盈率			
				2019A	2020A(E)	2021E	2022E	2019A	2020A(E)	2021E	2022E
杭萧钢构	600477	4.09	14.71%	0.22	0.34	0.34	0.39	18.59	12.17	12.03	10.40
东南网架	002135	7.17	30.00%	0.26	0.26	0.40	0.52	27.58	27.39	18.12	13.76
精工钢构	600496	5.43	24.39%	0.20	0.32	0.41	0.51	27.15	17.00	13.37	10.65
中铁装配	300374	14.39	52.38%	0.27	0.06	0.42	0.64	53.30	251.13	34.59	22.48
亚厦股份	002375	8.46	34.29%	0.32	0.25	0.35	0.47	26.44	33.62	23.85	17.88
森特股份	603098	18.22	18.97%	0.44	0.41	0.58	0.69	41.41	44.44	31.41	26.41
调整后平均			26.91%					32.41	34.06	24.04	17.79
鸿路钢构	002541	50.99	38.50%	1.07	1.53	2.11	2.92	47.80	30.61	21.69	16.19

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 4 月 1 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

产能释放不及预期风险。公司从 2016 年开始投资建设新生产基地，预计未来几年产能将是驱动公司未来收入增长的主要因素，若人员和设备磨合效果较差，可能会导致产能利用率爬坡放缓，产能释放不及预期，从而对公司收入产生不利影响。

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。

政府补助不达预期风险。近年来，政府补贴是影响公司净利润的重要因素，对未来业绩也有较大的影响。若政府补贴金额或支付时点不及预期，可能会对公司业绩产生不利影响。

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	1,275	2,565	3,041	3,861	4,617	营业收入	10,755	13,451	16,896	21,451	25,650
应收票据、账款及款项融资	1,762	1,627	1,774	2,038	2,180	营业成本	9,227	11,628	14,439	18,213	21,695
预付账款	237	238	169	215	256	营业税金及附加	78	100	118	150	180
存货	4,657	5,743	7,220	9,107	10,848	营业费用	194	101	101	107	103
其他	282	660	816	1,008	1,186	管理费用及研发费用	537	607	693	858	1,000
流动资产合计	8,214	10,833	13,020	16,228	19,088	财务费用	67	101	257	297	308
长期股权投资	12	16	18	20	22	资产、信用减值损失	57	66	43	16	4
固定资产	2,933	3,734	4,169	4,235	4,313	公允价值变动收益	0	(0)	0	0	0
在建工程	359	295	169	335	368	投资净收益	(49)	(16)	0	0	0
无形资产	766	794	777	760	743	其他	125	194	170	150	150
其他	468	535	50	50	50	营业利润	671	1,026	1,415	1,959	2,510
非流动资产合计	4,539	5,375	5,182	5,400	5,497	营业外收入	12	5	0	0	0
资产总计	12,753	16,207	18,202	21,628	24,585	营业外支出	5	8	0	0	0
短期借款	1,548	1,939	2,712	3,367	3,330	利润总额	678	1,023	1,415	1,959	2,510
应付票据及应付账款	3,729	3,496	4,332	5,464	6,509	所得税	119	223	311	431	552
其他	1,734	2,092	2,478	2,699	2,843	净利润	559	799	1,104	1,528	1,958
流动负债合计	7,011	7,527	9,522	11,530	12,681	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	109	497	497	497	497	归属于母公司净利润	559	799	1,104	1,528	1,958
应付债券	0	1,533	1,533	1,533	1,533	每股收益(元)	1.07	1.53	2.11	2.92	3.74
其他	694	673	0	0	0						
非流动负债合计	804	2,702	2,030	2,030	2,030	主要财务比率					
负债合计	7,814	10,229	11,551	13,559	14,711		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
实收资本(或股本)	524	524	524	524	524	营业收入	36.6%	25.1%	25.6%	27.0%	19.6%
资本公积	2,130	2,130	2,130	2,130	2,130	营业利润	99.0%	52.8%	37.9%	38.5%	28.1%
留存收益	2,285	2,978	3,998	5,416	7,220	归属于母公司净利润	34.4%	42.9%	38.1%	38.5%	28.1%
其他	0	347	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	4,938	5,978	6,651	8,069	9,874	毛利率	14.2%	13.6%	14.5%	15.1%	15.4%
负债和股东权益总计	12,753	16,207	18,202	21,628	24,585	净利率	5.2%	5.9%	6.5%	7.1%	7.6%
						ROE	11.9%	14.6%	17.5%	20.8%	21.8%
						ROIC	9.7%	10.5%	12.2%	14.1%	15.3%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	61.3%	63.1%	63.5%	62.7%	59.8%
净利润	559	799	1,104	1,528	1,958	净负债率	11.7%	23.5%	26.3%	19.6%	8.0%
折旧摊销	195	267	256	286	307	流动比率	1.17	1.44	1.37	1.41	1.51
财务费用	67	101	257	297	308	速动比率	0.51	0.68	0.61	0.62	0.65
投资损失	49	16	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	(168)	(792)	(582)	(1,052)	(919)	应收账款周转率	6.5	8.3	10.3	11.5	12.5
其它	169	(232)	(132)	16	4	存货周转率	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
经营活动现金流	871	159	903	1,076	1,658	总资产周转率	0.9	0.9	1.0	1.1	1.1
资本支出	(1,086)	(1,015)	(548)	(502)	(402)	每股指标(元)					
长期投资	(11)	156	(14)	(2)	(2)	每股收益	1.07	1.53	2.11	2.92	3.74
其他	(225)	(261)	(347)	0	0	每股经营现金流	1.66	0.30	1.72	2.05	3.17
投资活动现金流	(1,322)	(1,120)	(908)	(504)	(404)	每股净资产	9.43	11.41	12.70	15.41	18.85
债权融资	(25)	1,724	50	0	0	估值比率					
股权融资	0	0	0	0	0	市盈率	47.8	33.4	24.2	17.5	13.6
其他	498	558	432	248	(498)	市净率	5.4	4.5	4.0	3.3	2.7
筹资活动现金流	473	2,282	482	248	(498)	EV/EBITDA	30.1	20.1	14.6	11.0	9.0
汇率变动影响	1	(3)	-0	-0	-0	EV/EBIT	38.0	24.9	16.8	12.4	10.0
现金净增加额	24	1,318	477	820	756						

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