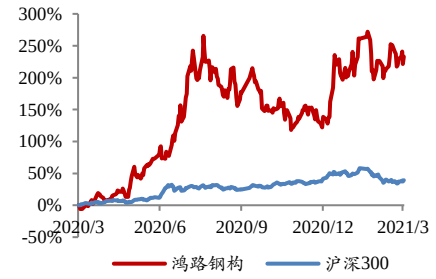
业绩符合预期，钢结构制造龙头壁垒高筑

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-04-03

收盘价（元）	52.39
近 12 个月最高/最低（元）	60.50/33.70
总股本（百万股）	524
流通股本（百万股）	370
流通股比例（%）	70.61%
总市值（亿元）	274
流通市值（亿元）	194

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：石林

执业证书号：S0010520060001

电话：15652540369

邮箱：shilin@hazq.com

相关报告

1.具备稀缺性的钢结构制造龙头 2021-02-27

主要观点：

事件：公司发布 2020 年年度报告，报告期内实现营业收入 134.51 亿元，同比增长 25.07%；归母净利润 7.99 亿元，同比增长 42.92%；扣非归母净利润 6.08 亿元，同比增长 33.39%。

- **业绩增长符合预期，ROE 升至 15.01%创新高**

分季度来看，公司 2020 Q1-Q4 实现营业收入 13.77 /36.33 /44.99 /39.41 亿元，同比变动-35.44% /+37.33% /+57.21% /+26.56%；归母净利润 0.42 /1.48 /3.13 /2.97 亿元，同比变动-38.82% /+45.06% /+85.80% /+34.36%；扣非归母净利润 0.26 /1.26 /2.08 /2.47 亿元，同比变动-55.46% /+115.22% /+33.44% /+36.14%。除 Q1 受疫情影响公司业绩有所下滑外，Q2-Q4 均实现营收的快速增长。公司归母净利润增速高于营收增速，主要系 2020 年度非经常性损益总额 1.91 亿元，同比增长 84.90%；其中，处置投资性房地产获得收益 5567.6 万元、获得计入当期损益的政府补助 1.94 亿元，同比增长 69.0%。专注钢结构制造业务后，公司 ROE（加权）已由 2016 年的低点 4.89%升至 2020 年的 15.01%。

- **产能扩张顺利/产量逐季增长，订单结构持续优化**

公司新建工厂陆续投产，产能逐步释放，钢结构产量实现逐季增长。全年钢结构产量 250.58 万吨，同比增长 34.36%；2020 Q1-Q4 产量分别为 29.91 /65.34 /71.11 /84.22 万吨。2020 年末，公司钢结构产能已达约 320 万吨，同时，公司制定了 2021 /2022 年钢结构产能达到 400 /500 万吨的发展目标，继续强化公司在钢结构制造方面的规模优势。2020 年全年公司新签订单总共约 173.68 亿元，Q1-Q4 新签材料订单 27.30 / 48.22 / 49.09 / 47.15 亿元；新签工程订单 0.00/0.73/0.46/0.73 亿元。公司将继续坚持以现金流更好的钢结构加工类订单为主线，严格把关钢结构工程分包业务，发展技术含量及毛利率更高 EPC 总承包业务。我们认为随着行业集中度提升和公司自身壁垒的不断积累，终端产品提价具备必然性，同时公司产能不断释放会扩大规模效应。

- **期间费用率进一步下降，扁平化管理模式优势凸显**

公司 2020 年销售毛利率 13.55%，同比减少 0.66 pct；分业务来看，钢结构业务、围护产品、其他业务的毛利率分别为 11.12% /14.09% /58.12%，同比变动-0.67 /-1.74 /+1.49 pct；2020 年期间费用率为 6.02%，同比降低 0.4 pct；其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.75% /1.65% /0.75% /2.86%，同比变动-1.06 /-0.52 /+0.13 /+0.04 pct。公司销售费用率下降主要由于公司执行新收入准则，运输装卸费在“主营业务成本”核算和列报。公司紧密型扁平化管理模式的优势在公司产能、产量规模增长过程中贡献更加突出，公司管理费用率持续低位运行。此外，财务费用率有所增长主要系本期发行可转债利息所致。公司加大应收款回笼力度、应收账款管控能力增强，2020 年应收账款周转率 8.34 次，同比增加 1.80 次。

● 投资建议

公司作为专注钢结构制造的龙头企业，已经通过规模优势和管理能力打造了坚固护城河。钢结构行业红利、公司新增产能释放以及未来可预见的议价能力提升将提供巨大成长潜力。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 11.64/14.42/18.66 亿元，对应 EPS 分别为 2.22/2.75/3.56/元，维持“买入”评级。

● 风险提示

钢材价格大幅波动；装配式建筑政策推进力度不及预期；产能利用率提升不及预期。

● 重要财务指标

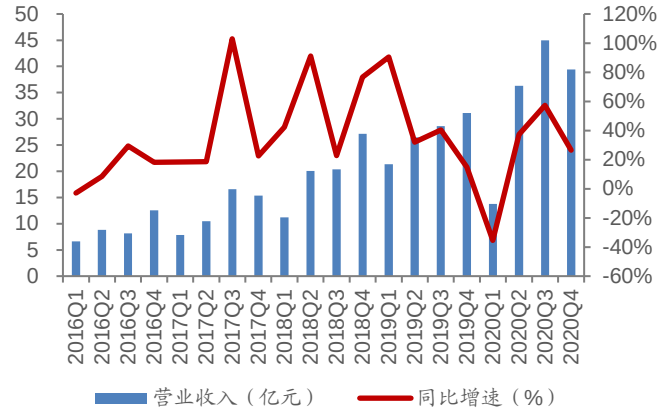
单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	13451	18312	22429	26930
收入同比（%）	25.1%	36.1%	22.5%	20.1%
归属母公司净利润	799	1164	1442	1866
净利润同比（%）	42.9%	45.7%	23.9%	29.4%
毛利率（%）	13.6%	14.9%	15.4%	15.8%
ROE（%）	13.4%	16.3%	16.8%	17.9%
每股收益（元）	1.53	2.22	2.75	3.56
P/E	23.94	23.57	19.02	14.70
P/B	3.20	3.84	3.20	2.63
EV/EBITDA	15.86	14.80	13.20	10.27

资料来源：wind，华安证券研究所

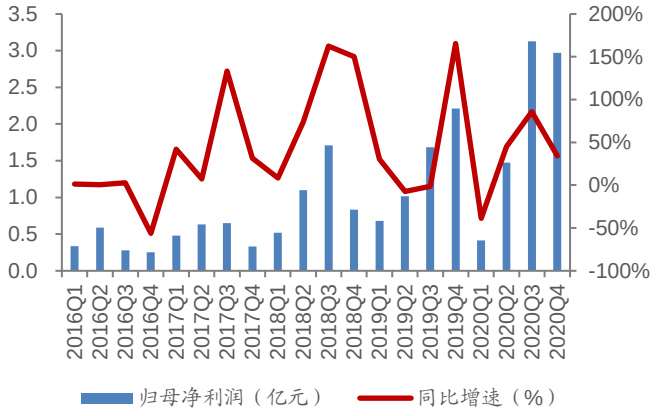
附：公司重点数据

图表 1 公司分季度营收及增速



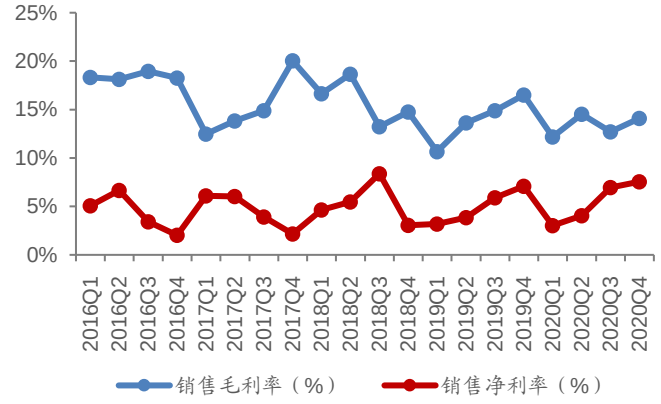
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 2 公司分季度归母净利润及增速



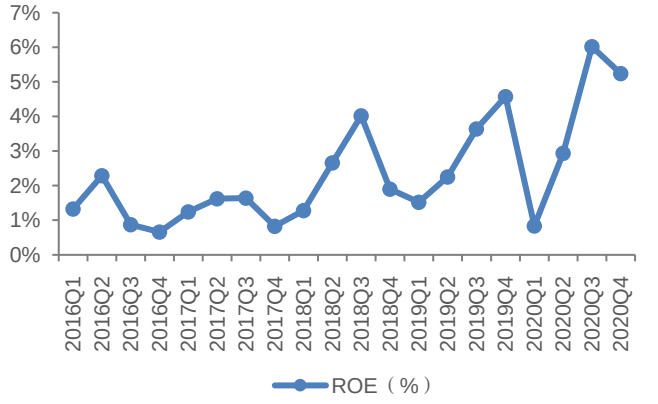
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 3 公司分季度毛利率和净利率变化情况



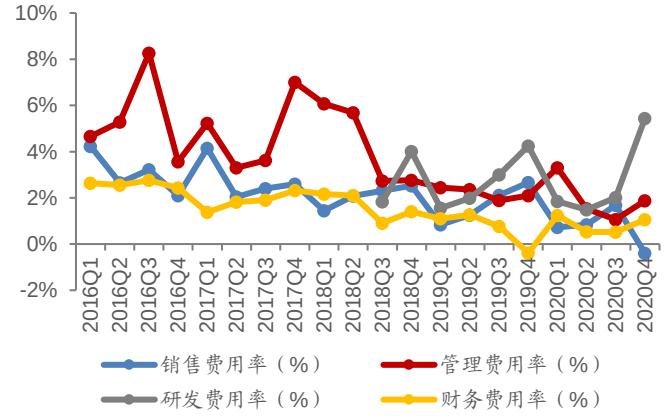
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 4 公司分季度 ROE 变化情况



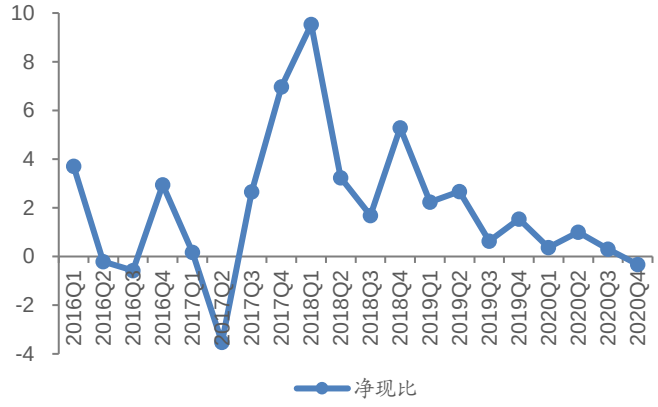
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 5 公司分季度费用率变化情况



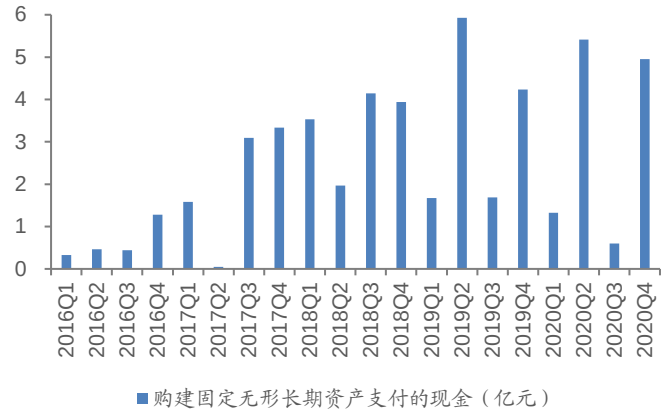
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 6 公司分季度净现比变化情况



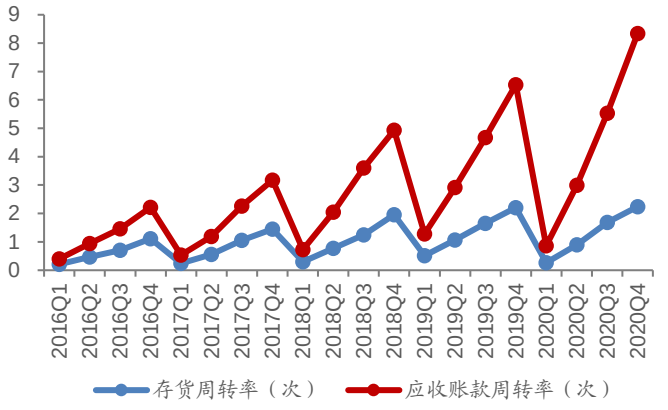
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 7 公司分季度资本支出情况



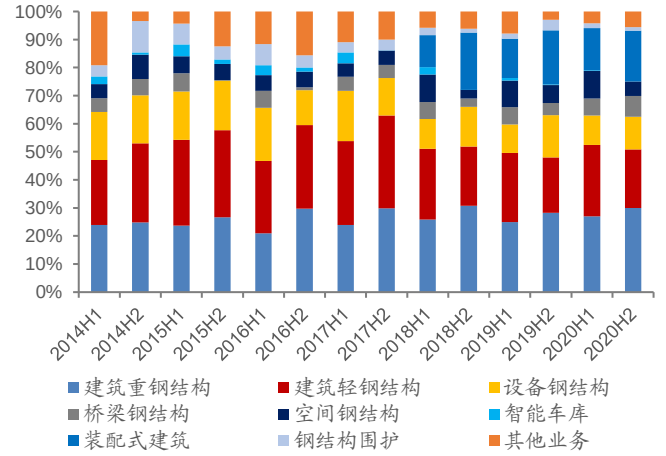
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 8 公司存货周转率与应收账款周转率情况



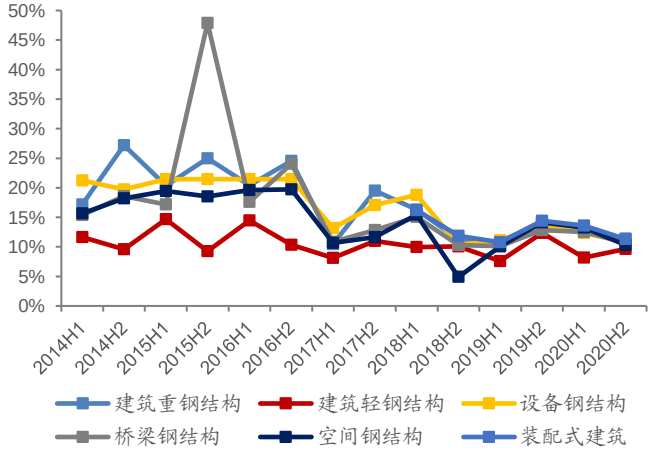
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 9 公司半年度各业务营业收入占比



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 10 公司半年度钢结构各业务毛利率情况



资料来源：wind，华安证券研究所

风险提示：

钢材价格大幅波动；装配式建筑政策推进力度不及预期；产能利用率提升不及预期。

财务报表与盈利预测

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	10833	14311	16709	19856
现金	2565	2297	2698	3134
应收账款	1548	2904	3212	3743
其他应收款	94	184	196	232
预付账款	238	420	463	543
存货	5743	8069	9596	11467
其他流动资产	644	437	544	737
非流动资产	5375	6319	6706	7061
长期投资	16	16	16	16
固定资产	3734	4317	4535	4718
无形资产	794	1059	1192	1334
其他非流动资产	831	927	963	992
资产总计	16207	20630	23415	26917
流动负债	7527	10786	12129	13764
短期借款	1939	1939	1939	1939
应付账款	1220	2020	2291	2685
其他流动负债	4368	6827	7898	9140
非流动负债	2702	2702	2702	2702
长期借款	497	497	497	497
其他非流动负债	2206	2206	2206	2206
负债合计	10229	13488	14831	16466
少数股东权益	0	0	0	0
股本	524	524	524	524
资本公积	2130	2130	2130	2130
留存收益	3325	4489	5931	7797
归属母公司股东权	5978	7142	8584	10450
负债和股东权益	16207	20630	23415	26917

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	159	1123	1086	1120
净利润	799	1164	1442	1866
折旧摊销	280	445	298	330
财务费用	88	0	0	0
投资损失	16	0	0	0
营运资金变动	-972	-487	-655	-1076
其他经营现金流	1718	1651	2097	2942
投资活动现金流	-1120	-1390	-686	-684
资本支出	-1163	-1390	-686	-684
长期投资	3	0	0	0
其他投资现金流	41	0	0	0
筹资活动现金流	2282	0	0	0
短期借款	392	0	0	0
长期借款	387	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	1503	0	0	0
现金净增加额	1318	-267	401	436

资料来源：公司公告，华安证券研究所

利润表 单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	13451	18312	22429	26930
营业成本	11628	15578	18982	22672
营业税金及附加	100	127	224	218
销售费用	101	183	224	269
管理费用	223	366	449	539
财务费用	101	55	74	67
资产减值损失	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-16	0	0	0
营业利润	1026	1467	1803	2357
营业外收入	5	0	0	0
营业外支出	8	0	0	0
利润总额	1023	1467	1803	2357
所得税	223	303	361	491
净利润	799	1164	1442	1866
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	799	1164	1442	1866
EBITDA	1295	1967	2176	2753
EPS（元）	1.53	2.22	2.75	3.56

主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	25.1%	36.1%	22.5%	20.1%
营业利润	52.8%	43.0%	23.0%	30.7%
归属于母公司净利	42.9%	45.7%	23.9%	29.4%
获利能力				
毛利率（%）	13.6%	14.9%	15.4%	15.8%
净利率（%）	5.9%	6.4%	6.4%	6.9%
ROE（%）	13.4%	16.3%	16.8%	17.9%
ROIC（%）	8.0%	10.9%	12.0%	13.3%
偿债能力				
资产负债率（%）	63.1%	65.4%	63.3%	61.2%
净负债比率（%）	171.1%	188.9%	172.8%	157.6%
流动比率	1.44	1.33	1.38	1.44
速动比率	0.58	0.52	0.52	0.53
营运能力				
总资产周转率	0.83	0.89	0.96	1.00
应收账款周转率	8.69	6.31	6.98	7.20
应付账款周转率	9.53	7.71	8.28	8.44
每股指标（元）				
每股收益	1.53	2.22	2.75	3.56
每股经营现金流薄）	0.30	2.14	2.07	2.14
每股净资产	11.41	13.64	16.39	19.95
估值比率				
P/E	23.94	23.57	19.02	14.70
P/B	3.20	3.84	3.20	2.63
EV/EBITDA	15.86	14.80	13.20	10.27

分析师与研究助理简介

分析师：石林，CFA，马里兰大学金融学硕士，四年投资研究经验。2020 年加入华安证券，任建筑建材行业分析师。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。