

精工钢构 (600496.SH)

EPC及装配式驱动高增，骨干激励促长期发展

EPC及装配式业务持续放量，2020年业绩增长61%符合预期。公司2020年实现营收114.8亿元，同增12%；实现归母净利润6.5亿元，同增61%，基本符合此前预告业绩。**分业务看**，2020年钢结构/EPC/专利授权业务分别实现营收88.3/23.1/0.8亿元，同比变化-4%/+224%/+33%，当前公司EPC及装配式业务发展迅速，规模显著放量。**分季度看**，Q1/Q2/Q3/Q4公司分别实现营收24/24/30/38亿元，同比变化+6%/+4%/+16%/+27%；分别实现归母净利润1.3/1.4/2.2/1.6亿元，同增20%/88%/72%/69%。疫情下公司业务逆势高增长，主要系高毛利EPC及装配式业务开展良好且占比提升，驱动整体盈利水平提升。2020年公司承接订单184亿元，同增31%，个均合同约4200万元，同增39%，订单大型化趋势明显，在手优质订单充裕。且去年顺利完成10亿元定增，为快速扩张再添动力。拟分红派息6039万元，同比增长45%。

费用管控优异，利润率提升叠加周转加快驱动ROE上行。2020年公司毛利率15.7%，YoY+0.5个pct，其中工业建筑/商业建筑/公共建筑/EPC业务毛利率分别为12.7%/14.8%/15.6%/17.1%，YoY-0.1/+0.2/+0.2/+0.6个pct，传统钢结构业务毛利率表现平稳，EPC业务毛利率上升且占比提升，驱动公司整体毛利率持续改善。期间费用率9.1%，YoY-1.3个pct，其中销售/管理/研发/财务费用率YoY-0.3/-0.5/-0.1/-0.5个pct，销售与管理费用率下降主要系公司持续推动降本增效，成果显著；财务费用率下降主要系市场信用环境改善，同时再融资成功促使公司财务费用率下降。资产(含信用)减值损失较去年多计提约0.5亿元。所得税率4.7%，YoY+2.7个pct，主要系使用前期未确认递延所得税资产的可抵扣亏损、研发费用加计扣除两项上年较多，2020年同比较少。归母净利率5.64%，YoY+1.70个pct。经营活动现金净流入4.2亿元，较上年减少1.2亿元，预计主要系在钢价波动背景下公司采取部分措施锁定钢价。收现比与付现比分别为93%与94%，表现基本平稳。存货周转率/应收账款周转率分别为3.03/5.78次，YoY+1.38/+0.02次，净利率提升叠加周转加快驱动公司2020年ROE上行2.8个pct至10.7%。

新业务全国市场开拓持续顺利，传统分包业务稳中有进。2020年公司EPC及装配式新业务承接订单56.4亿元，同比翻倍增长，订单占比由2019年的20%提升至31%，收入占比则由7.5%提升至13.2%。年内公司相继开拓了浙江省丽水市、安徽省六安市、甘肃省张掖市等新市场区域，并成功获得建筑工程总承包特级资质及建筑设计甲级资质，助力公司全国化业务持续扩张。传统钢结构分包业务新签订单126.4亿元，同增14%，其中大项目、老客户比例持续提升，业务发展稳中有进。同时海外业务亦实现疫情下逆势扩张，承接订单6.8亿元，同比大增205%，彰显公司国际市场影响力。

拟开展核心团队激励试点，长效激励骨干促公司行稳致远。公司拟在核心子公司浙江精工开展核心团队激励试点，浙江精工的技术、营销、项目等核心管理团队，通过设立有限合伙企业并对浙江精工增资的方式(增资不超过3000万元，占比1.5%)，成为浙江精工的少数股东暨“事业合伙人”，核心团队将获取年度分红收益或共同承担亏损，同时还约定资产达到一定收益后逐步现金分红。该激励方案未来将逐步推广至其他核心子公司，有望实现子公司业绩与骨干收入高度相关，并形成长效激励机制，助力公司行稳致远。

投资建议：我们预测2021-2023年公司归母净利为8.2/10.2/12.7亿元，EPS为0.41/0.51/0.63元(2020-2023年CAGR为25%)，当前股价对应PE分别为12/10/8倍，维持“买入”评级。

风险提示：钢材价格波动风险、EPC及装配式业务拓展不及预期风险、BIM技术应用不及预期风险等。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,235	11,484	14,592	18,093	22,371
增长率yoy(%)	18.6	12.2	27.1	24.0	23.6
归母净利润(百万元)	403	648	818	1,023	1,270
增长率yoy(%)	122.0	60.7	26.2	25.1	24.1
EPS最新摊薄(元/股)	0.20	0.32	0.41	0.51	0.63
净资产收益率(%)	7.6	9.4	10.6	11.8	12.8
P/E(倍)	24.8	15.4	12.2	9.8	7.9
P/B(倍)	1.9	1.5	1.3	1.2	1.0

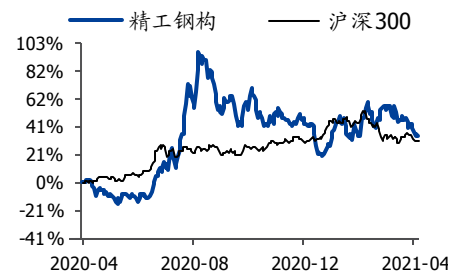
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为2021年04月15日收盘价

买入(维持)

股票信息

行业	专业工程
前次评级	买入
04月15日收盘价	4.97
总市值(百万元)	10,003.99
总股本(百万股)	2,012.87
其中自由流通股(%)	85.10
30日日均成交量(百万股)	23.47

股价走势



作者

分析师 何亚轩

执业证书编号：S0680518030004

邮箱：heyaxuan@gszq.com

分析师 廖文强

执业证书编号：S0680519070003

邮箱：liaowenqiang@gszq.com

分析师 程龙戈

执业证书编号：S0680518010003

邮箱：chenglongge@gszq.com

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

相关研究

- 1、《精工钢构(600496.SH)：业绩大增略超预期，盈利增长动力充足》2021-03-06
- 2、《精工钢构(600496.SH)：20年业绩大增50%-60%，装配式EPC与BIM拓展提速》2021-01-27
- 3、《精工钢构(600496.SH)：装配式EPC订单翻倍增长，高增长趋势明确》2021-01-08



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	10576	12401	17029	17681	23347	营业收入	10235	11484	14592	18093	22371
现金	2035	3135	3466	3835	4239	营业成本	8681	9683	12217	15018	18391
应收票据及应收账款	2049	2169	3190	3455	4761	营业税金及附加	46	43	70	82	98
其他应收款	373	345	567	563	834	营业费用	146	130	219	275	369
预付账款	714	774	1116	1227	1670	管理费用	363	356	482	615	783
存货	5297	1088	3799	3710	6951	研发费用	402	443	569	724	940
其他流动资产	109	4890	4890	4890	4890	财务费用	156	117	187	294	408
非流动资产	3189	3406	3429	3453	3469	资产减值损失	2	-9	0	0	0
长期投资	810	857	905	952	999	其他收益	23	41	0	0	0
固定资产	869	899	885	866	842	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	317	312	301	297	295	投资净收益	43	66	11	12	12
其他非流动资产	1192	1338	1339	1338	1334	资产处置收益	6	7	0	0	0
资产总计	13765	15808	20458	21134	26816	营业利润	399	665	860	1097	1394
流动负债	8188	8728	12570	12252	16699	营业外收入	14	14	12	14	14
短期借款	1442	1784	1884	1904	1914	营业外支出	5	2	5	5	4
应付票据及应付账款	5148	5301	7881	8324	11521	利润总额	408	677	867	1107	1403
其他流动负债	1599	1643	2805	2024	3264	所得税	8	31	52	89	140
非流动负债	294	238	231	225	220	净利润	400	645	815	1018	1263
长期借款	30	0	-7	-13	-19	少数股东损益	-3	-3	-3	-5	-7
其他非流动负债	264	238	238	238	238	归属母公司净利润	403	648	818	1023	1270
负债合计	8482	8966	12801	12477	16919	EBITDA	549	806	980	1219	1512
少数股东权益	19	16	13	9	2	EPS (元)	0.20	0.32	0.41	0.51	0.63
股本	1810	2013	2013	2013	2013						
资本公积	957	1744	1744	1744	1744						
留存收益	2398	2987	3755	4699	5888						
归属母公司股东权益	5264	6825	7643	8648	9895						
负债和股东权益	13765	15808	20458	21134	26816						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	546	424	538	787	949
净利润	400	645	815	1018	1263
折旧摊销	113	115	101	108	115
财务费用	156	117	187	294	408
投资损失	-43	-66	-11	-12	-12
营运资金变动	-194	-476	-555	-621	-824
其他经营现金流	113	89	0	0	0
投资活动现金流	-84	-104	-113	-119	-119
资本支出	96	74	-24	-24	-31
长期投资	-46	-69	-47	-47	-47
其他投资现金流	-34	-99	-185	-190	-197
筹资活动现金流	-667	748	-94	-299	-426
短期借款	-247	342	100	20	10
长期借款	-563	-30	-7	-6	-6
普通股增加	0	202	0	0	0
资本公积增加	-24	788	0	0	0
其他筹资现金流	167	-554	-187	-313	-431
现金净增加额	-201	1066	331	369	404

主要财务比率					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	18.6	12.2	27.1	24.0	23.6
营业利润(%)	107.7	66.8	29.2	27.6	27.0
归属于母公司净利润(%)	122.0	60.7	26.2	25.1	24.1
获利能力					
毛利率(%)	15.2	15.7	16.3	17.0	17.8
净利率(%)	3.9	5.6	5.6	5.7	5.7
ROE(%)	7.6	9.4	10.6	11.8	12.8
ROIC(%)	5.9	7.5	8.5	9.5	10.5
偿债能力					
资产负债率(%)	61.6	56.7	62.6	59.0	63.1
净负债比率(%)	0.0	-16.6	-18.0	-20.0	-21.5
流动比率	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4
速动比率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4
应付账款周转率	1.8	1.9	1.9	1.9	1.9
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.20	0.32	0.41	0.51	0.63
每股经营现金流(最新摊薄)	0.27	0.21	0.27	0.39	0.47
每股净资产(最新摊薄)	2.62	3.39	3.80	4.30	4.92
估值比率					
P/E	24.8	15.4	12.2	9.8	7.9
P/B	1.9	1.5	1.3	1.2	1.0
EV/EBITDA	18.3	11.0	8.8	6.8	5.2

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注: 股价为2021年04月15日收盘价

图表 1: 公司主要财务数据

单位: 百万元	2019年	2020年	2019一季单季	2019二季单季	2019三季单季	2019四季单季	2020一季单季	2020二季单季	2020三季单季	2020四季单季
营业收入	10,235	11,484	2,216	2,453	2,637	2,929	2,352	2,361	3,047	3,724
营业成本	8,681	9,683	1,858	2,080	2,239	2,505	1,974	1,933	2,563	3,213
毛利率	15.18%	15.68%	16.15%	15.22%	15.11%	14.49%	16.05%	18.14%	15.89%	13.71%
销售费用	146	130	33	36	30	48	31	34	31	35
管理费用	363	356	95	85	85	98	91	84	87	93
研发费用	402	443	78	105	109	111	84	92	107	159
财务费用	156	117	42	39	42	33	30	31	26	30
销售费用率	1.43%	1.13%	1.48%	1.46%	1.13%	1.63%	1.30%	1.43%	1.01%	0.94%
管理费用率	3.54%	3.10%	4.28%	3.47%	3.23%	3.34%	3.88%	3.55%	2.86%	2.51%
研发费用率	3.93%	3.85%	3.51%	4.27%	4.14%	3.78%	3.58%	3.91%	3.52%	4.26%
财务费用率	1.53%	1.02%	1.89%	1.60%	1.59%	1.14%	1.28%	1.32%	0.84%	0.80%
期间费用率	10.43%	9.10%	11.15%	10.80%	10.08%	9.89%	10.04%	10.21%	8.23%	8.52%
资产(含信用)减值损失	113	160	-12	-62	-6	-58	-17	-50	-14	-80
投资收益	43	66	0	27	0	15	0	2	27	36
营业外收入	14	14	1	7	3	4	5	3	2	4
营业外支出	5	2	0	1	0	4	2	-1	1	0
税前利润	408	677	122	68	137	81	137	149	244	147
所得税	8	31	15	-6	11	-13	11	7	26	-12
所得税率	1.94%	4.65%	12.69%	-8.98%	8.12%	-15.45%	7.83%	4.48%	10.71%	-8.17%
少数股东权益占比	-0.83%	-0.44%	0.14%	-2.57%	-0.70%	-0.75%	-0.93%	-0.50%	-0.26%	-0.26%
归母净利润	403	648	106	76	127	95	127	143	218	160
净利率	3.94%	5.64%	4.80%	3.09%	4.80%	3.23%	5.40%	6.06%	7.17%	4.29%
摊薄EPS(元)	0.20	0.32	0.06	0.04	0.07	0.05	0.07	0.08	0.11	0.08
经营性现金流净额	546	424	281	-266	261	270	252	-24	-45	241
收现比	96%	93%	123%	94%	115%	61%	117%	95%	93%	77%
付现比	87%	94%	105%	117%	113%	28%	106%	108%	101%	71%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com