

EPC 转型有效果，重视总装制造环节，受益钢构高景气

——精工钢构 (600496.SH) 深度跟踪研究

公司深度

◆总包模式为行业未来发展趋势，公司向 EPC 转型效果渐显：

工程总承包为行业未来发展趋势，具有诸多优势。EPC、DB 为实际操作中常见的总承包模式（EPC 是“终极”总承包模式），相较传统工程分包，总包对于工程承包商及业主均有重要意义。工程承包商角度，1) 管理环节增加，利润环节增加，同时设计、施工一体化有利于实现资源最优化配置，项目利润率会改善；2) 结算直接对接业主，同时可部分转移资金压力，现金流会改善。业主角度，权责清晰，同时项目预算可减少。参考海外发展经验及住建部等政策引导，工程总承包模式为行业未来发展趋势，装配式建筑为最优先推进领域之一。

公司转型 EPC 效果开始逐渐显现。依托子公司绿筑集成的技术、产品优势及前期 EPC 模式承揽新老基建经验，结合公司在传统钢结构工程领域丰富的项目经验，公司整体工程业务向 EPC 转型有优势。效果已经开始显现，公司已通过总包模式承接多单工程项目（其中部分为 EPC 模式）。

◆产业链布局完整，制造环节重视总装产能：

钢结构装配式建筑产业链大体可划分为原材料上游→制造环节（构件制造、总装制造）→工程环节，公司在产业链层面拥有相对完整布局。工程环节公司已处于行业第一梯队。制造环节，公司在全国拥有七大基地，包括传统钢结构构件生产年产能约 65 万吨及配套建材产品年产能约 1,500 万平米及集成建筑总装环节产能 100 万平米（子公司绿筑集成，未考虑合作伙伴）。制造环节，公司更加侧重于发展附加值更高的总装环节，随着公司战略合作伙伴队伍扩大，公司全口径总装产能或将保持快速增长。

◆ 1Q20 业绩逆势增长，维持“买入”评级：公司 18 年以来收入加速，1Q20 疫情影响下仍保持正增长（增速为+6.1%），订单结构改善、质量提升，带动盈利能力稳步改善（其中 1Q20 归母净利增速+19.5%）。“两金”周转速度稳步加快，资产结构及周转较可比公司有优势。我们维持前期业绩预测，20-22 年归母净利预测分别为 5.1/6.2/7.6 亿元，YoY 分别为 26%/23%/22%，现价对应 20 年 PE 仅 12x。结合 FCFF 及相对估值法，给予目标价 5.04 元，对应 20 年 PE 18x，维持“买入”评级。

风险提示：回款低于预期、钢价大幅波动、政策风险、融资弱于预期

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	8,631	10,235	12,264	14,780	17,688
营业收入增长率	32.11%	18.59%	19.82%	20.51%	19.67%
净利润（百万元）	182	403	507	621	758
净利润增长率	192.98%	121.95%	25.66%	22.62%	21.95%
EPS（元）	0.10	0.22	0.28	0.34	0.42
ROE（归属母公司）（摊薄）	3.73%	7.66%	8.85%	9.86%	10.83%
P/E	34	15	12	10	8
P/B	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 05 月 18 日

买入（维持）

当前价/目标价：3.37/5.04 元

分析师

孙伟凤（执业证书编号：S0930516110003）
021-52523822
sunwf@ebsec.com

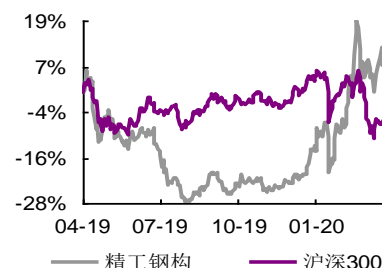
联系人

武慧东
010-58452024
wuhuidong@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)：18.10
总市值(亿元)：61.01
一年最低/最高(元)：2.53/4.34
近 3 月换手率：150.03%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-11.58	4.81	-5.05
绝对	-9.41	1.50	2.47

资料来源：Wind

相关研报

行业景气上行带动报表质量改善，EPC 转型效果明显——精工钢构（600496.SH）2019 年报点评
.....2020-04-18
1Q20 业绩超预期，总包转型拓展上限——精工钢构（600496.SH）1Q20 业绩预告点评
.....2020-03-16
装配式技术有特色，钢构工程龙头之一，受益钢构行业景气向上——精工钢构（600496.SH）跟踪报告
.....2020-01-10

投资聚焦

报告背景

推广工程总承包模式为建筑业近年变革的主线之一，其中装配式建筑领域由于建造模式较前期有较大改变，相较传统分包模式，采用总包模式在经济性等方面具备明显优势。在国家大力推广总承包模式、装配式建筑两大背景下，契合行业发展趋势、积极向总包转型的钢结构工程企业有望充分享受行业高速发展红利。精工钢构为其中佼佼者。

我们区别于市场的观点

1) 总包模式有望成为未来工程承包模式的主流，装配式建筑领域为先行者。相较传统分包模式，总包模式对于工程承包商及业主均具有显著意义，政策导向及海外经验使我们坚信总包模式将是未来工程承包的主流形式。其中装配式建筑（尤其是钢结构建筑）较过去现浇建筑，在设计/生产/施工多环节配合、技术等方面有明显变化，该类项目推广总承包模式经济效应更明显，且操作层面更具迫切性。

2) 总装环节为钢结构项目重要一环，重视总装环节对于钢结构转型总包有重要意义。钢结构总包模式对工程承包企业提出了新要求，产业链布局完整的企业有优势。精工钢构装配式产业链布局相对完成，其中制造环节拥有钢结构构件产能（行业前列）、配套建材产能及总装（集成建筑）产能。总装产能为直接向业主提供成熟装配式建筑产品的重要支撑，相较传统构件生产具有更高附加值，为公司未来制造环节扩张主要方向，亦为公司工程环节转型总包的重要加分项。

股价上涨的催化因素

- ✓ 政策驱动钢结构装配式建筑渗透率加速提升
- ✓ 新签 EPC 订单占比持续提升
- ✓ 现金流持续好转，盈利能力持续改善

估值与目标价

公司 18 年以来收入加速，1Q20 疫情影响下仍保持正增长（增速为+6.1%），订单结构改善、质量提升，带动盈利能力稳步改善（其中 1Q20 归母净利润增速+19.5%）。“两金”周转速度稳步加快，资产结构及周转较可比公司有优势。我们维持前期业绩预测，20-22 年归母净利润预测分别为 5.1/6.2/7.6 亿元，YoY 分别为 26%/23%/22%，现价对应 20 年 PE 仅 12x。结合 FCFF 及相对估值法，给予目标价 5.04 元，对应 20 年 PE 18x，维持“买入”评级。

目 录

1、 总包为未来趋势，公司积极向 EPC 转型	5
1.1、 总承包具备明显优势，EPC 是“终极”总承包模式.....	5
1.2、 政策推广总包模式稳步加码，装配式优先推进	8
1.3、 技术有优势，转型 EPC 效果渐显.....	9
2、 产业链布局完整，制造环节重视总装产能	12
3、 公司经营情况及可比公司比较	13
3.1、 受疫情拖累小，盈利能力改善，定增加速总包转型.....	13
3.2、 可比公司关键财务指标比较	16
4、 业绩预测及投资评级	18
4.1、 维持前期盈利预测.....	18
4.2、 维持“买入”评级.....	19
5、 风险分析.....	22

图表目录

图 1：传统工程承包模式、EPC 模式、DB 模式简要比较	5
表 1：传统建造模式和工程总承包模式比较	6
表 2：DB 和 EPC 模式比较	7
表 3：中央推行工程总承包模式的主要政策文件、规范等	8
图 2：公司主要业务	9
图 3：公司在部分机场、车站、场馆等传统基建领域有丰富项目经验	10
图 4：公司过去参与的“新基建”代表项目	10
图 5：19 年公司全资子公司绿筑集成获得的部分重磅荣誉	11
表 4：公司近年承接的总承包项目梳理	11
图 6：钢结构装配式建筑产业链及公司布局	12
表 5：公司生产基地布局情况	12
表 6：公司近年通过技术授权模式成立的合资公司情况	13
图 7：公司收入及增速变动	14
图 8：公司收入结构（19 年）	14
图 9：公司新签订单情况	14
图 10：新签订单金额分布情况	14
图 11：公司分业务毛利率情况	15
图 12：公司归母净利及增速（季度累计）	15
表 7：定增预计募集资金投向	15
图 13：精工钢构及可比公司毛利率变动	16
图 14：精工钢构及可比公司净利率变动	16
图 15：精工钢构及可比公司资产负债率变动	17
图 16：精工钢构及可比公司带息负债比率变动	17
图 17：精工钢构及可比公司存货周转天数变动	17
图 18：精工钢构及可比公司应收账款周转天数变动	17
图 19：精工钢构及可比公司收现比变动	18
图 20：精工钢构及可比公司经营性现金流净额与净利润之比近年变化情况	18
表 8：公司业绩拆分预测	19
表 9：公司可比公司估值表	20
图 21：公司 PE_TTM 变动	20
图 22：公司历史 PB_LF 变动	20
表 10：FCFF 关键假设	21
表 11：FCFF 估值结果	21
表 12：FCFF 敏感性分析（元）	22

1、总包为未来趋势，公司积极向 EPC 转型

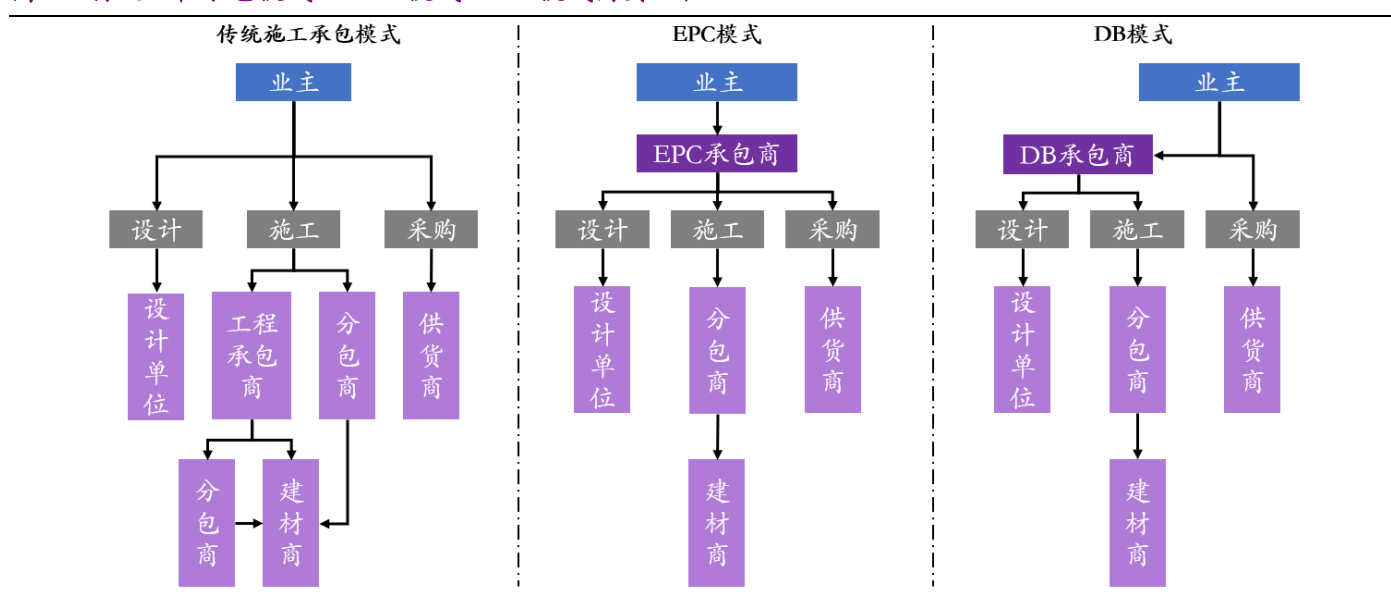
1.1、总承包具备明显优势，EPC 是“终极”总承包模式

住建部于 17 年发布的《建设工程总承包管理规范》(GB/T50358-2017) 明确，工程总承包指，依据合同约定对建设工程的设计、采购、施工和试运行实行全过程或若干阶段的承包。其中，设计 (Engineering) 包括设计工作，工程内容和组织管理的整体策划及具体工作；采购 (Procurement) 并非一般的建筑设备材料采购，更多的是指专业设备、材料的采购；施工 (Construction) 包括施工、安装、试车、技术培训等。根据具体承包工作内容的差异，工程总承包可分为以下模式：

(1) EPC 模式 (engineering procurement construction, 即设计+采购+施工)，也叫交钥匙模式。承包商负责工程项目的设计、采购、施工全过程的工作，对承包工程的质量、安全、工期、造价全面负责，最终向业主提交一个满足合同要求和使用功能、具备使用条件的工程项目。

(2) DB 模式 (design-build, 即设计+施工)。承包商负责工程项目的设计和施工，并对工程的功能、安全、质量、工期、造价全面负责。采购工作由发包方或其他承包商承担，工程总承包商可以按照业主要求或者想法来推荐好的材料或设备。DB 模式工程总承包商承担的经济风险相对较小。

图 1：传统工程承包模式、EPC 模式、DB 模式简要比较



资料来源：光大证券研究所

(3) EP 模式 (设计+采购)。承包商负责工程的设计和采购工作。

(4) PC 模式 (采购+施工)。承包商负责工程采购和施工。

EPC、DB 为实际操作中最常见总承包模式。19 年底，住建部、发改委联合发布《房屋建筑和市政基础设施施工总承包管理办法》，进一步限制工程总承包模式，明确以 EPC、DB 模式为主。

相较传统工程承包模式，工程总承包具有明显优势：

- ✓ 节约工期，设计/施工同时进行，装修可提前介入、穿插作业；
- ✓ 成本管控更优，造价控制融入设计环节，施工阶段变更大幅减少；
- ✓ 责任清晰，工程质量明确由总包方负责，权责清晰；
- ✓ 风险降低，可避免不良企业挂靠中标、后期大量索赔，杜绝“低价中标、高价结算”的风险；
- ✓ 管理简化，设计、造价、协调、采购、施工等有同一个企业团队负责，便于协调、减少扯皮。

工程总承包模式盈利性、现金流更优。总包商相较分包商处于产业链更上游位置。1) 资源、利润更丰厚，除了自己负责的施工部分外，其他分包出去的项目有一定的管理费等收益；2) 直接对接业主，现金流主动性更强，同时可把资金压力转嫁给各个专业分包商。此外，总包项目、分包项目体量通常不在一个量级，项目垫资通常出现在施工阶段，同样的垫资，总包模式可撬动更大的项目。

表 1：传统建造模式和工程总承包模式比较

内容	传统建造模式	工程总承包模式
发包形式	项目多次招标	项目一次招标
工程造价	单项核算，总价不可控	总价可控
设计	单独委托	总包方负责
采购	甲方供应	总包方负责
施工	照图施工、大量变更	设计、施工一体化
管理	项目主体责任不明确	项目主体责任非常明确
效率	单一作业、协调难、效率低	穿插作业、高度组织、效率高
效益	各自效益	整体效益最大化

资料来源：光大证券研究所

总承包模式是行业未来趋势。从行业发展来看，1) 由总承包单位统筹多项建设环节，能够有效遏制非法转包、违法分包、资质挂靠等违法违规行为；2) 建设环节多头并举所提出的综合实力要求，能够推动建筑企业整合资源、调整结构，间接推动建筑行业优化升级。结合国外发达国家经验，工程总承包模式是工程建设领域的未来大趋势。

相较 DB 模式，EPC 模式承包方具备“风险大、自主权高、利润高”的特点，是“终极”总承包模式。DB 模式和 EPC 模式采用不同的管理体制，在 DB 模式下，总承包商承担的风险相对较小，其主动权也相对较小；而在 EPC 模式下，总承包商承担更大风险的同时，具有更大的自主权。此外，DB 模式和 EPC 在承包范围、设计工作内容、风险封单、索赔范围、适用范围等方面存在差异。简单而言，DB 为有限度的“总承包”，EPC 模式更契合“总承包”的内涵，具备“风险大、自主权高、同时可实现利润高”的显著特点。

表 2: DB 和 EPC 模式比较

	DB 模式	EPC 模式
管理机制	总价合同可调; 承包商主动权较小; 违约金一般有限; 三元管理体制 (业主、总承包商、工程师)	总价合同通常固定; 承包商主动权较大; 一些情况下违约金无上限; 二元管理体制 (业主和总承包商)
承包范围	设计、施工	设计、采购、施工
设计环节	仅包括详细设计 (包含建筑的空间划分、功能布置、单元间联系、外形设计、美术艺术处理等)	包括详细设计+概要设计 (一般不会超过总设计量的 35%, 包括设计方向、总体规划等), 同时负责总体策划、工程实施组织管理。EPC 合同签订前, 业主只提出项目概念性和功能性要求
风险分担	风险承担较小, 因而部分环节发生变更时合同价可调整	几乎承担项目的所有风险, 只有在发生极其特殊风险的情形下, 合同价才可调整
索赔范围	索赔条款较多, 范围更宽	索赔要求更加苛刻
适用范围	适用于系统技术设备相对简单, 合同金额可大可小的项目, 如以土建工程为主的项目	适用于设备、技术集成度高、系统复杂庞大、合同投资额大的工业项目, 如机械、电力、化工等项目; 通常具有工业投资较大、采购工作量大、周期较长、专业技术要求高、管理难度大的特点; 另外适用于业主希望总承包商承担工程几乎所有风险的情形

资料来源:《DB 模式与 EPC 模式的对比研究》(《工程管理学报》, 2014, 石林林等)

1.2、政策推广总包模式稳步加码，装配式优先推进

推广总承包模式政策稳步加码，装配式建筑为总包模式重点/优先推广领域。

自 1984 年工程总承包被国务院纳入《关于改革建筑业和基本建设管理体制若干问题的暂行规定》后，三十余年来总承包制度不断完善：1992 年工程总承包企业成为建筑业的一种企业类型；2003 年率先开展工程总承包业务的企业类型被确定为具有工程勘察、设计或施工总承包资质者；2014 年起工程总承包市场不断扩大，多省份先后被批准开展试点工作。住建部于 16 年发布《住房城乡建设部关于进一步推进工程总承包发函的若干意见》（建市[2016]93 号），明确提出建设单位在选择项目组织实施方式时，应优先采用工程总承包模式，且政府投资项目和装配式建筑应该积极采用工程总承包模式。此后中央、地方接连出台系列政策，工程建设领域大力推广工程总承包模式；19 年底，住建部、发改委联合发布《房屋建筑和市政基础设施工程总承包管理办法》，进一步限制工程总承包模式，明确以 EPC、DB 模式为主，同时提高了工程总承包企业的要求，加速设计/施工能力整合。

装配式建筑（含钢结构）相较传统现浇施工模式，施工方式变革较大，仍采用过去设计、施工等步骤由不同企业负责，必然会造成建造成本明显上升；且装配式建筑自身具有制造、设计、施工、装修一体化的特性更适合工程总承包模式，也是政策角度推广总承包模式时要求装配式建筑要先行推进、率先示范的原因。

表 3：中央推行工程总承包模式的主要政策文件、规范等

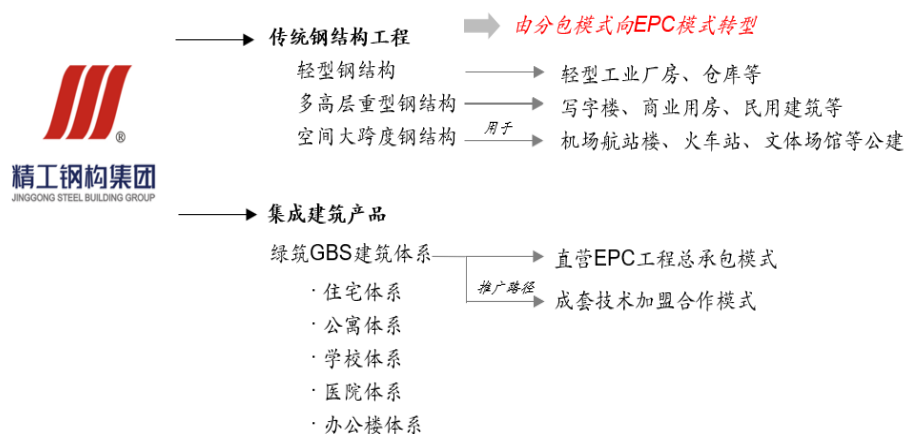
时间	政策文件、规范	主要内容
2016.05	《住房城乡建设部关于进一步推进工程总承包发展的若干意见》（建市[2016]93 号）	明确建设单位在选择建设项目组织实施方式时，应优先采用工程总承包模式； <u>政府投资项目和装配式建筑应当积极采用工程总承包模式</u>
2016.08	《住房城乡建设“十三五”发展规划纲要》	明确要大力推行工程总承包，促进设计、采购、施工等各阶段深度融合
2017.02	《国务院办公厅关于促进建筑业持续健康发展的意见》（国办发[2017]19 号）	明确要加快推行工程总承包。且明确装配式建筑原则上采用工程总承包模式。政府投资工程应完善建设管理模式，带头推行工程总承包
2017.04	《建筑业发展“十三五”规划》	提出在“十三五”期间，要发展行业的工程总承包、施工总承包管理能力，培育一批具有先进管理技术和国际竞争力的总承包企业
2017.05	《建设项目工程总承包管理规范》（GB/T 50358-2017）	18 年 1 月起正式实施，确保工程总承包的管理模式有据可依
2019.12	《房屋建筑和市政基础设施工程总承包管理办法》	明确总承包模式仅认可 EPC 和 DB 两种模式；提高工程总承包企业资质要求，加速设计施工能力整合；初步确立风险分配制度等

资料来源：住建部、中国政府网，光大证券研究所整理

1.3、技术有优势，转型 EPC 效果渐显

精工钢构主营业务包括传统钢结构工程（分包为主）和集成建筑产品。传统钢结构工程是主要面向工业建筑（轻型钢结构）、商业建筑（多高层重型钢结构）、公共建筑（空间大跨度钢结构），为国内钢结构工程龙头之一。2010年起整合建筑物结构系统、楼面系统、墙面系统和功能系统，开发了公司独具特色的实现钢结构、预制混凝土混合运用的绿筑 GBS 集成建筑体系。

图 2：公司主要业务



资料来源：公司公告，光大证券研究所

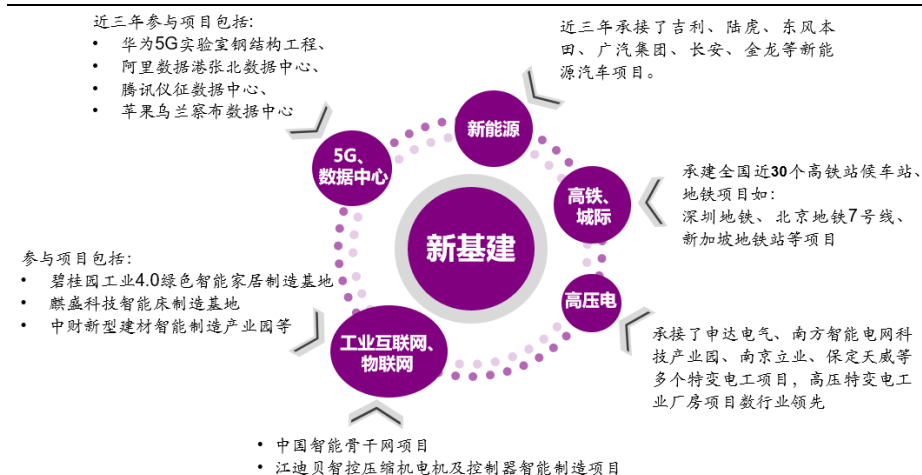
依托前期新老基建领域丰富项目积累，传统钢结构工程业务向 EPC 转型，效果开始显现。公司依托于装配式绿色建筑、钢结构空间打垮建筑及工业建筑领域的工程积累及技术优势（累计近 300 项工程业绩），依托公司前期在传统基建优势领域（机场、车站、场馆、高层建筑、医疗领域）、新基建领域（轨交车站、数据中心等工业厂房）的项目积累，结合公司完整的产业链布局（设计院/钢构制造/施工/配套产品等），公司积极向 EPC 服务商转型，有比较优势。19 年初公司承接了绍兴国际会展中心一期 EPC 工程，合同金额达 23.5 亿，该项目是公司以 EPC 总承包模式承接的规模最大的集设计、采购、施工为一体的“交钥匙”工程，以此项目为契机，公司传统钢结构工程业务向 EPC 转型之路迈入新征程。

图 3：公司在部分机场、车站、场馆等传统基建领域有丰富项目经验

机场、火车站	文化、会展	体育场馆	高层建筑	医疗教育设施
<ul style="list-style-type: none"> 北京大兴机场 北京首都机场T3航站楼 广州白云国际机场航站楼 合肥新桥国际机场航站楼 温州永强机场 沙特吉达机场 广州新火车站 西安北站 	<ul style="list-style-type: none"> 国家数字图书馆 广东省博物馆 广州歌剧院 天津大剧院 深圳国际会展中心 国家网络安全人才与创新基地展示中心 新疆国际会展中心 	<ul style="list-style-type: none"> “鸟巢” 国家体育馆 伊金霍洛旗全民健身体育活动中心 沈阳市沈河区文化体育中心 济南奥体中心体育馆 鄂尔多斯东胜体育 	<ul style="list-style-type: none"> 广州“小蛮腰” 北京国贸三期 上海环球金融中心 广东珠江新城东塔、西塔 天津环球金融中心 北京新保利大厦 深圳证交所 	<ul style="list-style-type: none"> 绍兴应急医疗设施 火神山医院 西安隔离病房 扬州市江都人民医院 浙一医院余杭院区 天津医院创伤急救中心 温州肯恩大学学生宿舍

资料来源：公司公告，光大证券研究所，截止 1Q20 末

图 4：公司过去参与的“新基建”代表项目



资料来源：公司公告，光大证券研究所，截止 1Q20 末

装配式建筑业务有技术优势，“直营 EPC+技术加盟”加速集成建筑产品推广。

公司 10 年起进军绿色集成建筑领域，自主研发推出绿筑 PSC 集成建筑体系，建筑装配化率可高达 95%，具有“全系统、全集成、全装配”的特点，国内领先，已申请各类技术专利 100 余项，其中全资子公司绿筑集成作为主要完成单位之一的“高层钢-混凝土混合结构的理论、技术与工程应用”获得 19 年度国家科学技术进步一等奖（房建领域首次获得该级别奖励，系公司第六次获得国家级科学技术重要奖项）；在技术强力支撑下，目前形成了拥有自主知识产权的住宅、公寓、学校、医院、办公建筑五大产品体系，可为客户提供建筑一体化解决方案。公司装配式建筑业务采取“直营+技术加盟合作”两种模式同步推广，逐步进入收获期。

图 5：19 年公司全资子公司绿筑集成获得的部分重磅荣誉



资料来源：公司官网，光大证券研究所

“直营 EPC”模式围绕生产基地拓展业务，已建成绍兴绿筑集成科技产业园生产基地，河北望都绿色集成产业园生产基地在建，截止 1Q20 末，公司先后通过“直营 EPC”模式承接了包括绍兴市妇幼保健医院工程总承包等合计金额超 20 亿的项目。

“技术加盟”模式主要通过公司的技术、品牌、管理输出以轻资产方式打开业务覆盖区域，进而快速提升市占率，公司 17 年与宁夏城建集团完成收单“技术加盟”合作（金额 5,000 万），18 年完成 3 单（合计金额 1.7 亿），19 年完成 2 单（合计金额 1 亿元），“技术加盟”模式为公司贡献业绩弹性。

我们认为：依托公司子公司绿筑集成的技术优势、产品优势及前期运用 EPC 模式承揽项目的经验积累，结合公司在传统钢结构工程业务领域丰富的项目经验（部分总包工程经验），公司整体工程业务向 EPC 转型有竞争优势（尤其是承接涉及钢结构的 EPC 项目），转型效果已经开始显现。

表 4：公司近年承接的总承包项目梳理

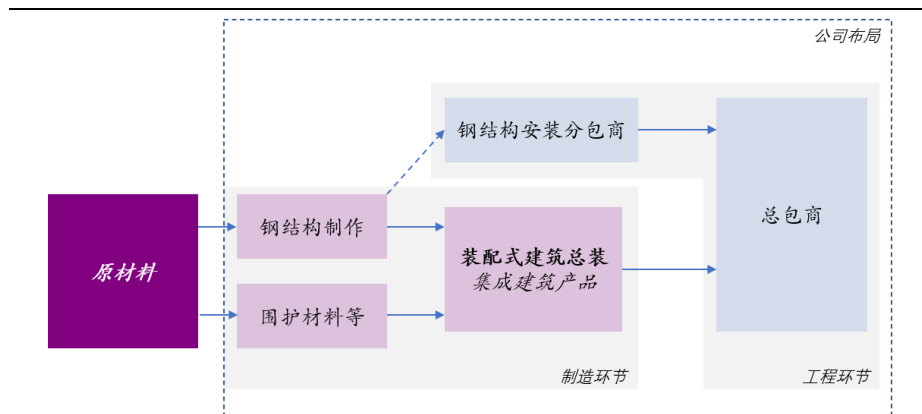
时间	项目	合同总额 (亿元)	钢结构工程部分 (亿元)	备注
2015	绍兴市行政中心--梅山江商务楼 A 区、B 区工程	3.9	0.5	使用绿筑 PSC 技术体系
2017	山东海阳毛衫产业创业园综合楼	2.0	0.4	使用绿筑 PSC 技术体系
	温州肯恩大学学生宿舍二区工程设计施工总承包项目	1.9	0.5	使用绿筑 PSC 技术体系
	温州现代冷链物流中心项目南区（装配式建筑）工程总承包项目	4.1	0.7	使用绿筑 PSC 技术体系
2018	绍兴南部综合交通枢纽建设工程总承包项目	3.2	0.3	使用绿筑 PSC 技术体系
	绍兴技师学院（筹）易地新建工程 EPC 总承包项目	6.0	1.1	使用绿筑 PSC 技术体系
2019	绍兴国际会展中心一期 B 区 EPC 总承包项目	23.5	n/a	n/a
2020	绍兴市公用事业集团镜湖总部工程、JH-10-07-05 地块及周边道路建设工程 EPC 总承包	3.3	0.4	使用绿筑 PSC 技术体系
	新绍兴市体校建设项目 EPC 总承包	3.6	0.6	使用绿筑 PSC 技术体系
	绍兴市妇幼保健院（绍兴市儿童医院）建设项目施工总承包项目	11.3	n/a	使用绿筑 PSC 技术体系

资料来源：公司公告，光大证券研究所

2、产业链布局完整，制造环节重视总装产能

钢结构装配式建筑产业链布局相对完整。钢结构装配式建筑产业链大体可分为原材料上游->构件、总装制造环节->工程环节。其中工程环节可分为钢结构安装分包商和总包商，总包为公司在工程环节转型的方向，且效果已经开始显现。制造环节，公司在全国拥有七大基地，包括传统制造环节（钢结构制作年产能约 65 万吨、各类配套建材产品（如围护材料等）年产能 1,500 万平米）、集成建筑总装环节（子公司绿筑集成，现有产能 100 万平米；同时合作伙伴亦有部分产能）。公司在钢结构装配式建筑产业链层面，布局相对完整。

图 6：钢结构装配式建筑产业链及公司布局



资料来源：光大证券研究所

表 5：公司生产基地布局情况

基地名称	公司名称	地点	基地占地面积 (万平米)
浙江本部基地	浙江精工钢结构集团有限公司	绍兴柯桥区柯西经济开发区	70
安徽基地	长江精工钢结构（集团）股份有限公司安徽分公司	六安长江精工工业园	13.8
湖北基地	湖北精工钢结构有限公司	武汉黄陂区精工楚天工业园区	46.5
广东基地	广东精工钢结构有限公司	佛山三水西南开发区	11.6
上海基地	美建建筑系统（中国）有限公司	嘉定区马陆工业园区	8.3
浙江基地	精工国际钢结构有限公司	绍兴袍江经济开发区	13
绿筑基地	浙江绿筑集成科技有限公司	绍兴柯北工业园区	66.7

资料来源：公司公告，光大证券研究所，截止 19 年末

制造环节重视附加值更高的总装产能，自有+合作伙伴总装产能未来或保持快速增长。公司侧重于布局产业链前端附加值较高的环节，制造端侧重于布局总装环节。公司现有装配式集成建筑年产能 100 万平米，相关业务归位于浙江绍兴的子公司绿筑集成统筹。此外，公司通过“技术加盟”模式，引入战略合作伙伴，成立合资公司，除获取资源使用费外，通常合资公司定位于聚焦钢结构安装（分包或总包）及布局集成建筑总装产能。目前通过“技术

加盟”模式成立6家合资公司，其中部分已明确或建成生产基地，其中宁夏绿筑集成总装年产能100万平方米、秦皇岛绿筑集成200万平方米，东跃绿筑集成200万平方米。结合公司规划，后续公司在制造环节的扩张或仍将聚焦于钢结构装配式总装产能，同时随着战略合作伙伴队伍扩大，公司全口径总装产能或将保持快速增长。

表 6：公司近年通过技术授权模式成立的合资公司情况

公告时间	合作公司	合资公司名称	规模	资源使用费
2017/9/24	宁夏城建集团有限公司	宁夏绿筑集成科技有限公司	占地 206 亩，年产 100 万平方米的装配式钢结构生产能	0.5 亿
2018/1/23	恒热投资控股有限公司、秦皇岛开发区第一建筑工程有限公司、秦皇岛鑫石建筑工程有限公司、中豪秦皇岛建设发展有限公司	秦皇岛精工绿筑集成科技有限公司	占地 500 亩，设计产能可满足 200 万平方米建筑面积的配套产品	0.6 亿
2018/8/30	东跃建设有限公司	东跃绿筑装配式建筑产业基地	基地占地面积近 28 万平方米，年产满足 200 万平方米	0.5 亿
2018/10/29	太原高新置业、山西省工业设备安装集团、山西瑞冬欣和机电设备有限公司	山西转型综改示范区山安绿筑科技有限公司	规划占地 500 亩，拟投资 18 亿元，年产值 21 亿元	0.6 亿
2019/4/23	新乡牧野绿色建筑产业园发展有限公司	河南绿色建筑科技发展有限公司	建设中	0.5 亿
2019/6/5	湖南嘉晟住建科技有限公司、怀化市鹤城区城市建设投资有限公司	出资设立合资公司	建设中	0.5 亿

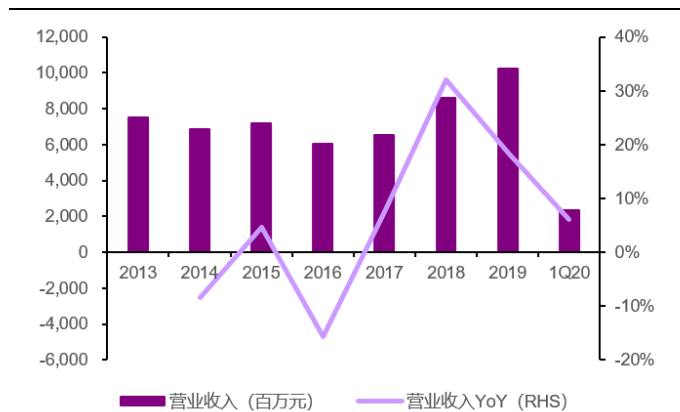
资料来源：公司公告，公司官网，光大证券研究所

3、公司经营情况及可比公司比较

3.1、受疫情拖累小，盈利能力改善，定增加速总包转型

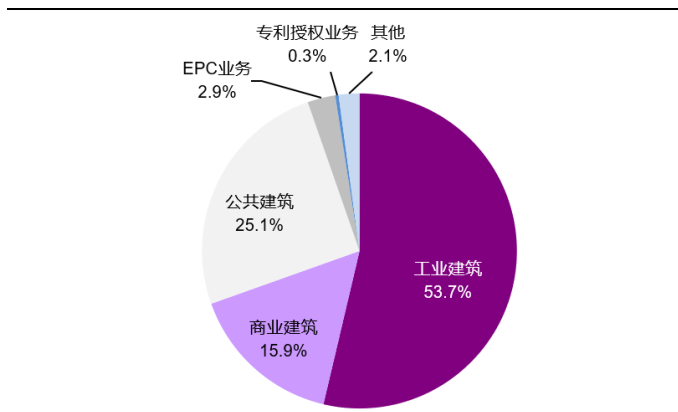
19 年收入延续较快增速，1Q20 受疫情影响小，订单结构改善，总包转型效果开始显现。19 年全年公司收入 102.4 亿，YoY +18.6%，延续较快增速。分业务看，传统钢结构工程业务（工业建筑、商业建筑、公共建筑）收入增速 12.5%，占总收入比例同比下降 4.9pcts 至 89.8%；EPC 业务收入同增 188.5%至 7.1 亿，专利授权业务收入同增 88.4%至 0.6 亿（收入确认两单）。1Q20 工程复工节奏受疫情拖累，但收入仍同增 6.1%至 23.5 亿。19 年全年新签合同额 140.4 亿，YoY +14.4%，其中亿元以上合同额 61.2 亿，占比同比提升 5.1pcts 至 43.6%，显示订单结构稳步改善。1Q20 新签合同额 39.5 亿，YoY -21.4%，一方面疫情对项目招投标工作有影响，另一方面 1Q19 基数较高。公司总包转型效果逐渐显现（参考表 4），代表项目包括 19 年初承接的绍兴国际会展中心 B 区工程 EPC 项目（合同额 23.5 亿）、20 年初承接的绍兴市妇幼保健医院建设总承包项目（合同额 11.3 亿）。

图 7：公司收入及增速变动



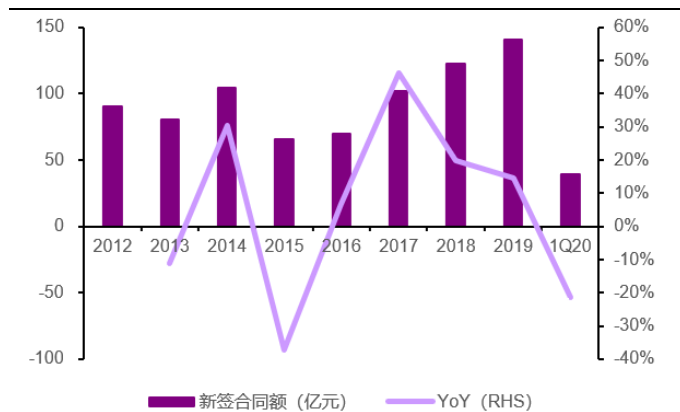
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 8：公司收入结构（19 年）



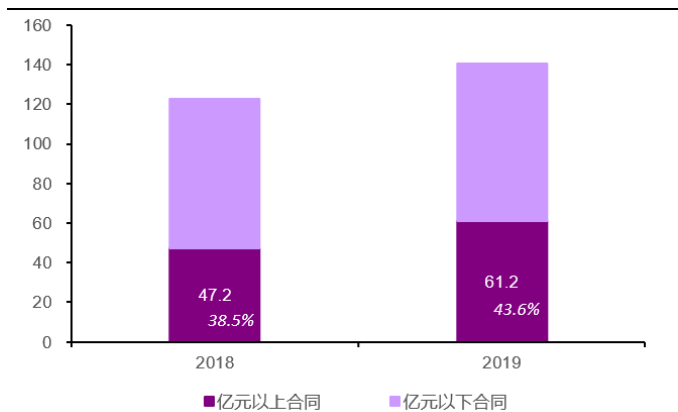
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 9：公司新签订单情况



资料来源：公司公告，光大证券研究所

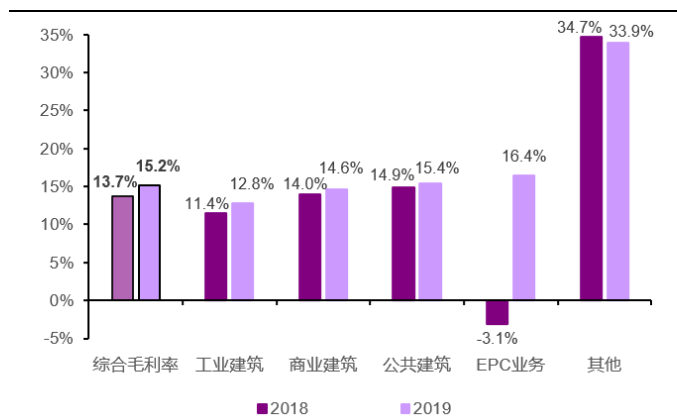
图 10：新签订单金额分布情况



资料来源：公司公告，光大证券研究所

行业景气上行，总包转型有效，费用管控有效，带动盈利能力稳步改善。19年公司综合毛利率 15.2%，同比提升 1.5pcts。分业务看，传统钢结构工程业务毛利率 13.8%，同比提升 1.0pct（其中工业建筑、商业建筑、公共建筑毛利率分别同比提升 1.4pcts、0.6pct、0.5pct 至 12.8%、14.6%、15.4%）；EPC 毛利率转正为 16.4%（vs 18 年为-3.1%）。总体而言，公司毛利率改善受行业景气向上驱动，同时 EPC 业务收入贡献增加亦有贡献。1Q20 综合毛利率为 16.1%，同比-0.1pct，仍处于近年较高水平。19 年公司归母净利润 4.0 亿，同比大增 122.0%，归母净利率 3.9%，同比+1.8pcts，主因毛利率改善带动，同时财务费用率降低、有效所得税税率降低亦有部分贡献。1Q20 归母净利润 1.3 亿，同比+19.5%，归母净利率同比提升 0.6pct 至 5.4%，主因费用管控效果开始显现（期间费用率同比降低 1.2pcts 至 10.0%），同时收到政府补助较多亦有贡献（1Q20 为 1,583 万 vs 1Q19 为 303 万）。

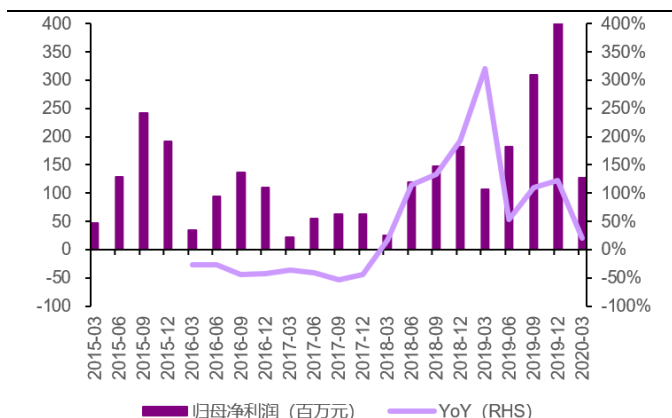
图 11：公司分业务毛利率情况



资料来源：公司公告，光大证券研究所

注：专利授权业务 18、19 年毛利率均为 100%

图 12：公司归母净利及增速（季度累计）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

公告定增预案，加速总包转型。公司于 4 月 8 日公告《非公开发行 A 股股票预案》（于 5 月 7 日获证监会受理），计划通过非公开发行 A 股股票募集资金不超过 10 亿元，其中 7 亿将投向前期公司中标的两个总承包项目，剩余部分用于补充流动资金。通过定增模式募集资金对提升公司 EPC 项目承接能力、优化资产结构、降低财务费用等，同时为公司后续扩张（包括提升总包相关人工、资质储备及总装环节产能扩张）预留空间。

表 7：定增预计募集资金投向

项目名称	投资总额 (万元)	拟投入募集资金 (万元)
绍兴国际会展中心一期 B 区工程 EPC 项目	216,741	60,000
绍兴南部综合交通枢纽建设工程施工总承包项目	28,626	10,000
补充流动资金	30,000	30,000
合计	275,366	100,000

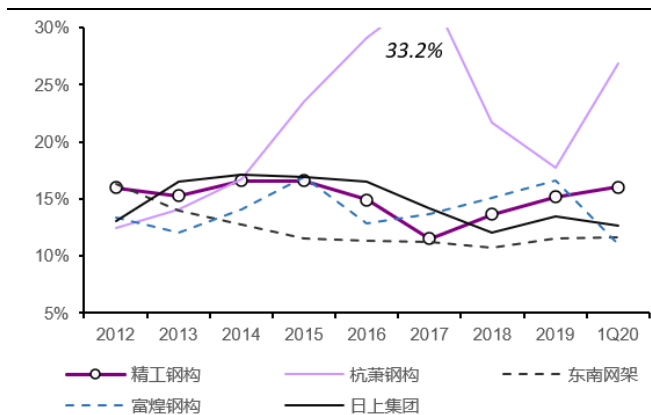
资料来源：公司公告，光大证券研究所

3.2、可比公司关键财务指标比较

可比公司选取钢结构工程领域主要上市公司，杭萧钢构、东南网架、富煌钢构、日上集团作为精工钢构可比公司。对盈利能力、负债率、主要资产周转情况及现金回收能力进行比较。

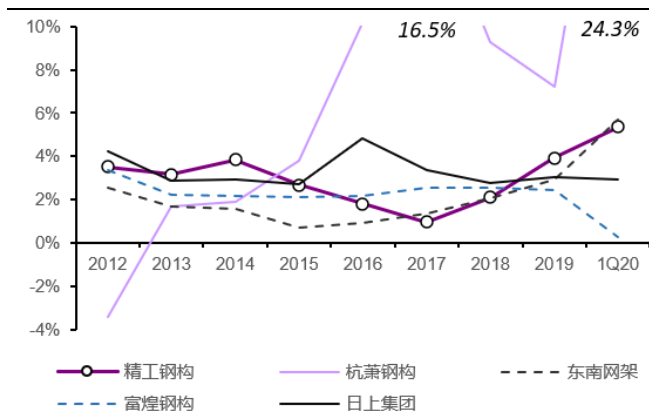
精工钢构盈利能力近年稳步提升，可比公司中处于靠前位置。精工钢构 17 年以来公司盈利能力稳步提升，19 年全年公司毛利率 16.1%，同比+0.9pct，在上市钢结构工程公司中处于靠前位置（19 年杭萧钢构、东南网架、富煌钢构、日上集团分别为 17.8%、11.6%、16.6%、13.5%，其中杭萧钢构过往受益技术授权业务贡献，利润率总体明显高于其他企业）。19 年全年精工钢构净利率 3.9%，同比+1.8pcts，在上市钢结构工程公司中亦处于靠前位置（vs 杭萧钢构、东南网架、富煌钢构、日上集团分别为 7.2%、3.0%、2.4%、3.1%）。总体而言，盈利能力近年稳步改善源于行业景气上行，订单质量改善。1Q20 公司净利率 5.4%，同比+0.6pct（vs 杭萧钢构、东南网架、富煌钢构、日上集团分别为 24.3%、5.7%、0.3%、2.9%）。

图 13：精工钢构及可比公司毛利率变动



资料来源：各公司公告，光大证券研究所

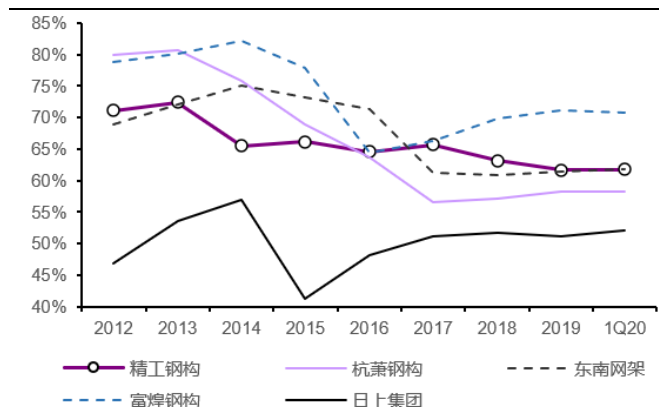
图 14：精工钢构及可比公司净利率变动



资料来源：各公司公告，光大证券研究所

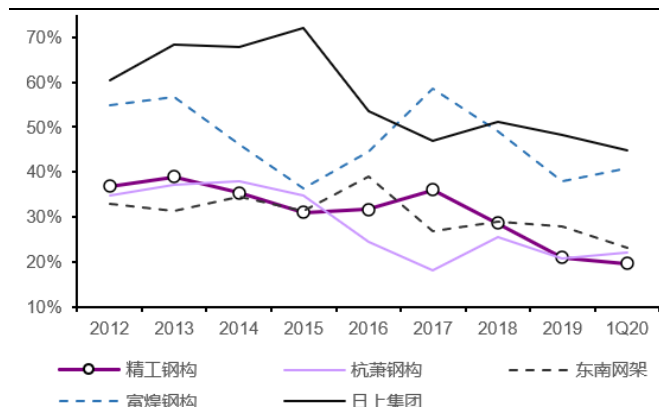
负债率稳步下降、“两金”周转稳步提升，资产结构及周转较可比公司有优势。截止 1Q20 末，精工钢构资产负债率为 61.6%，同比-2.6pcts，延续近年稳步下行趋势，同时在本可比公司中处于较低水平（同期杭萧钢构、东南网架、富煌钢构、日上集团资产负债率分别为 58.3%、61.8%、71.2%、52.1%）。同期精工钢构带息负债比率为 19.6%，低于其他可比公司（同期杭萧钢构、东南网架、富煌钢构、日上集团分别为 22.0%、23.2%、40.9%、44.8%）。19 年精工钢构“两金”周转天数（存货周转天数+应收账款周转天数）280 天，同比下降 27 天，近年总体呈周转加快趋势，可比公司中处于较快水平（杭萧钢构、东南网架、富煌钢构、日上集团分别为 290、279、434、306 天）。1Q20 疫情影响工程施工进度，进而影响收入确认节奏，致行业整体表现“两金”周转速度明显变慢，其中精工钢构变慢程度最小（精工钢构 1Q20 存货周转天数同比增加 32 天至 250 天、应收账款周转天数同比增加 6 天至 68 天）。

图 15：精工钢构及可比公司资产负债率变动



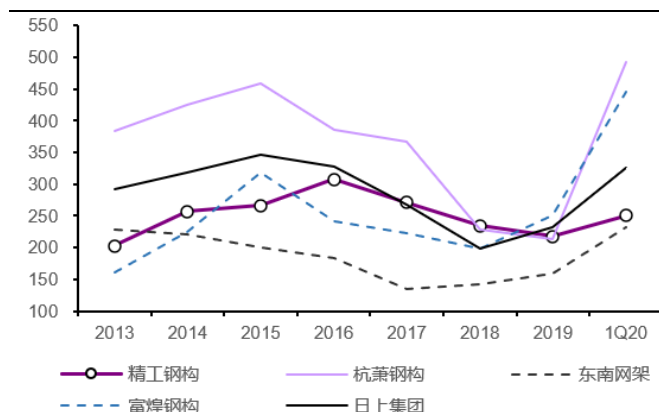
资料来源：各公司公告，光大证券研究所

图 16：精工钢构及可比公司带息负债比率变动



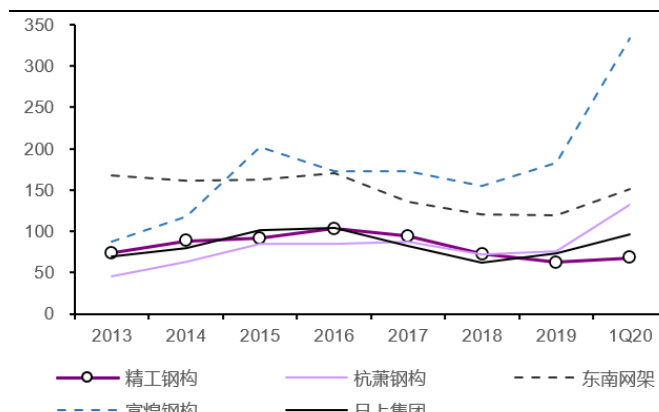
资料来源：各公司公告，光大证券研究所

图 17：精工钢构及可比公司存货周转天数变动



资料来源：各公司公告，光大证券研究所

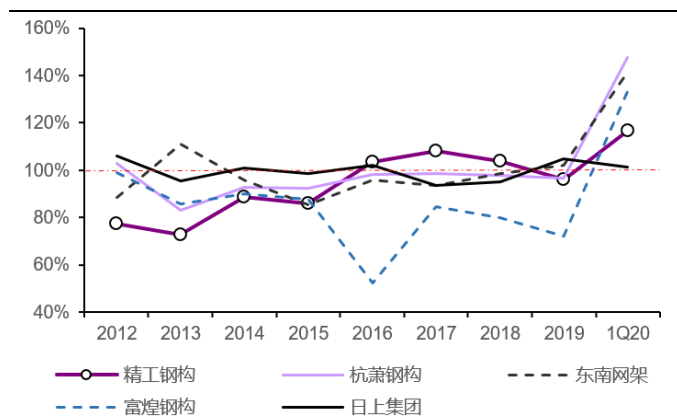
图 18：精工钢构及可比公司应收账款周转天数变动



资料来源：各公司公告，光大证券研究所

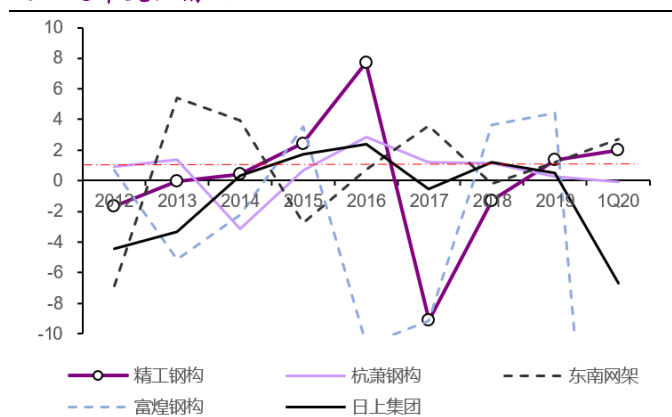
17 年以来精工钢构经营性现金流呈改善趋势。使用经营性现金流净额与净利润比例以刻画公司经营活动现金回笼情况。19 年精工钢构该比例为 1.4（vs 18 年为-1.3），17 年以来总体呈改善趋势（19 年杭萧钢构、东南网架、富煌钢构、日上集团该比例为 0.3、1.2、4.4、0.5）。收现比角度，精工钢构 16 年以来基本维持在 100% 以上（19 年略低于 100%，为 96.2%），显示回款较好。工程施工企业，春节前（一季度初）往往为回款高峰期，收现比往往为年内高点（精工钢构、杭萧钢构、东南网架、富煌钢构、日上集团 1Q20 收现比分别为 116.9%、147.7%、141.5%、133.3%、101.2%）；同时亦为上游厂商货款支付时间点，因而经营性现金流净额与净利润比例有较大波动。

图 19：精工钢构及可比公司收现比变动



资料来源：各公司公告，光大证券研究所

图 20：精工钢构及可比公司经营性现金流净额与净利润之比近年变化情况



资料来源：各公司公告，光大证券研究所

4、业绩预测及投资评级

4.1、维持前期盈利预测

行业高景气，公司新签订单结构质量均改善，且推进 EPC 转型效果逐渐显现。维持前期关键假设：1) 钢结构工程（不含 EPC）、EPC 业务 20-22 年收入增速分别假设为 18%/ 20%/ 20%、50%/ 30%/ 20%；考虑公司加大专利授权业务拓展力度，假设 20-22 年分别新签 3/ 4/ 5 单，平均单价 5,000 万（当期按照一定比例确认）；2) 假设钢结构工程（不含 EPC）、EPC 业务、专利授权业务 20-22 年毛利率分别为 14%/ 14%/ 14%、17%/ 18%/ 18%、100%/ 100%/ 100%。费用率等假设保持平稳。

预计 20-22 年公司营业收入为 123/ 148/ 177 亿元，YoY 分别为 20%/ 21%/ 20%；综合毛利率、归母净利率分别为 15.4%/ 15.5%/ 15.4%、4.1%/ 4.2%/ 4.3%。对应公司 20-22 年归母净利润分别为 5.1/ 6.2/ 7.6 亿元，YoY 分别为 26%/ 23%/ 22%。

表 8：公司业绩拆分预测

		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营收合计(百万元)		8,631	10,235	12,264	14,780	17,688
	YoY	32.1%	18.6%	19.8%	20.5%	19.7%
钢结构工程（不含 EPC）		8,170	9,190	10,844	13,013	15,616
	yoy	n/a	12.5%	18.0%	20.0%	20.0%
EPC 业务		247	712	1,068	1,388	1,666
	yoy	n/a	188.5%	50.0%	30.0%	20.0%
专利授权业务		30	57	75	102	129
	yoy	n/a	88.4%	33.4%	34.9%	26.9%
其他		183	277	277	277	277
	yoy	n/a	51.0%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利润（百万元）		1,180	1,554	1,889	2,287	2,729
综合毛利率		13.7%	15.2%	15.4%	15.5%	15.4%
钢结构工程（不含 EPC）		12.8%	13.8%	14.0%	14.0%	14.0%
EPC 业务		-3.1%	16.4%	17.0%	18.0%	18.0%
专利授权业务		100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
其他		61.6%	41.2%	41.2%	41.2%	41.2%
归母净利（百万元）		182	403	507	621	758
归母净利率		2.1%	3.9%	4.1%	4.2%	4.3%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

注：其他业务指紧固件等钢结构工程配套业务及部分非主营收入，假设 20-22 年该部分收入增速为 0%，且毛利率与 19 年持平

4.2、维持“买入”评级

钢结构行业高景气，公司工程业务向总包转型，现金流、利润率等均有进一步改善空间；同时制造端依托公司技术优势，聚焦附加值更高的总装环节，规模扩张对资本投入要求较低。结合 FCFF 估值（目标价 5.23 元）和相对估值法（目标价 5.04 元），给予目标价 5.04 元，（对应约 20-22 年 PE 分别为 18x/ 15x/ 12x），维持“买入”评级。

4.2.1、相对估值法

最新股价对应公司 20-22 年 PE 分别为 12x、10x、8x，主要从事钢结构工程业务的上市公司 20 年 PE 中位数、均值为 18x、19x，给予公司 20 年 18x 目标 PE，对应目标价 5.04 元。

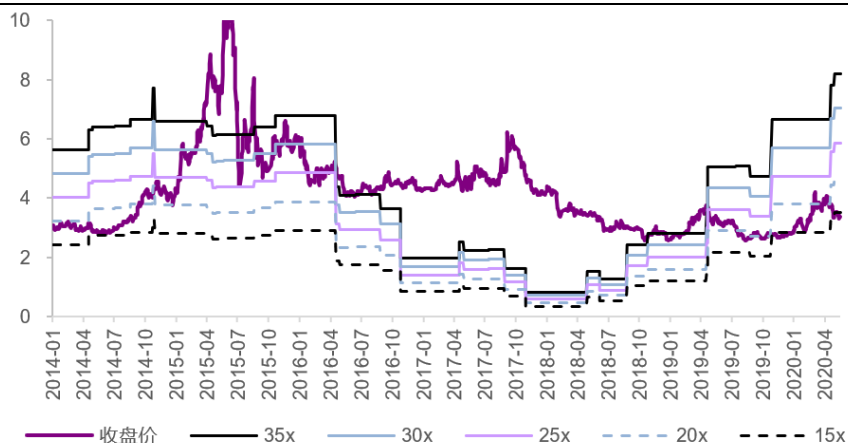
表 9：公司可比公司估值表

证券代码	公司名称	收盘价 元	市值 亿元	EPS (元)			P/E(x)			P/B(x)	
				19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E
600477.SH	杭萧钢构	3.91	84.2	0.22	0.29	0.35	18	14	11	2.4	2.2
002135.SZ	东南网架	8.20	84.8	0.26	0.38	0.49	32	22	17	2.0	1.8
002743.SZ	富煌钢构	6.16	20.7	0.27	0.43	0.59	23	14	10	1.0	n/a
002593.SZ	日上集团	3.48	24.4	0.11	0.12	0.15	32	28	23	1.3	n/a
平均值							26	19	15	1.7	2.0
中位数							27	18	14	1.5	1.9
600496.SH	精工钢构	3.37	61.0	0.22	0.28	0.34	15	12	10	1.2	1.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

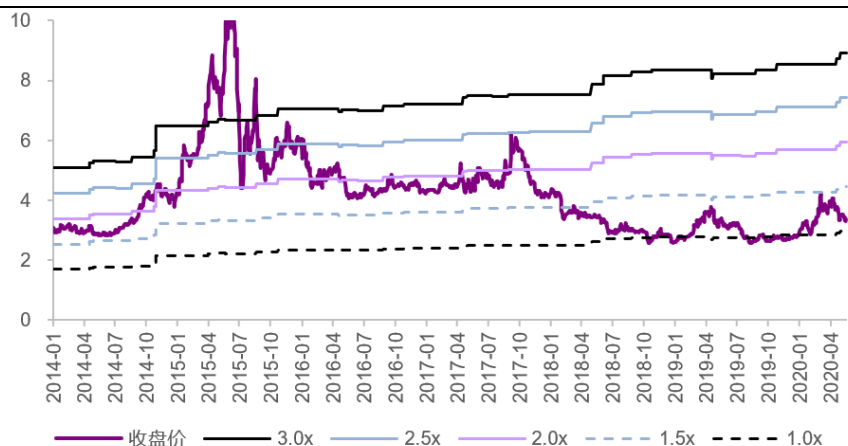
注：除精工钢构外，其他公司 P/E、P/B 均来自 wind 一致预期，股价截止 2020.05.18

图 21：公司 PE_TTM 变动



资料来源：Wind，股价截止 2020.05.18，股价单位为元

图 22：公司历史 PB_LF 变动



资料来源：Wind，股价截止 2020.05.18，股价单位为元

4.2.2、绝对估值法

关于基本假设的说明：长期增长率假设为 2.0%；参考公司资本结构、行业无负债 beta、税率等，公司 WACC 为 6.52%。

基于 FCFF 估值法，在增长区间（1.5%-2.5%）之间，WACC（6.02%-7.02%）之间，得到合理目标价区间为 4.43-6.49 元。在长期增长率为 2%，WACC 为 6.52%时得到绝对估值目标价 5.23 元。

表 10：FCFF 关键假设

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.17%
$\beta(\beta_{levered})$	0.94
Rm-Rf	4.33%
Ke(levered)	7.24%
税率	8.00%
Kd	4.01%
Ve	6017.30
Vd	1712.05
目标资本结构	22.15%
WACC	6.52%

资料来源：光大证券研究所

注：截止时间 2020/05/18

表 11：FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值（百万元）	价值百分比
第一阶段	1241.06	14.35%
第二阶段	1479.49	17.11%
第三阶段（终值）	5927.17	68.54%
企业价值 AEV	8647.71	100.00%
加：非经营性净资产价值	2578.27	29.81%
减：少数股东权益（市值）	36.61	-0.42%
减：债务价值	1712.05	-19.80%
总股本价值	9477.32	109.59%
股本（百万股）	1810.45	-
每股价值（元）	5.23	-
PE（隐含）	18.69	-
PE（动态）	12.03	-

资料来源：光大证券研究所

注：截止时间 2020/05/18

表 12: FCFF 敏感性分析 (元)

敏感性分析	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
5.02%	6.48	7.12	7.97	9.17	10.95
5.52%	5.71	6.19	6.80	7.61	8.74
6.02%	5.11	5.47	5.92	6.49	7.26
6.52%	4.62	4.89	5.23	5.66	6.21
7.02%	4.21	4.43	4.69	5.02	5.42
7.52%	3.87	4.04	4.25	4.50	4.81
8.02%	3.58	3.72	3.89	4.09	4.32

资料来源：光大证券研究所

注：表格首行为长期增长率，首列为 WACC；截止时间 2020/05/18

5、风险分析

业主回款低于预期：工程项目业主回款低于预期一方面影响企业资金周转，增加资金成本，放大现金流压力；另一方面回款节奏反过来影响工程项目推进进度，进而影响收入、利润确认等，对业绩产生压力。

钢价大幅波动风险：成本端，总体上钢材占营业成本约 50%，尽管存在业主调价机制，钢价大幅波动仍会一定程度影响经营业绩。

政策风险：当前政策大力推进装配式建筑应用，并推进钢结构住宅试点，若政策大幅转向，下游需求存在超预期变化风险。

融资能力大幅下滑风险：工程施工行业对公司融资能力要求较高，若公司经营管理能力出现重大变化、外部金融机构对于公司融资支持力度出现重大变化，或导致公司融资能力大幅下滑，进而影响业绩。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	8,631	10,235	12,264	14,780	17,688
营业成本	7,451	8,681	10,375	12,493	14,958
折旧和摊销	91	98	121	128	134
税金及附加	43	46	56	67	80
销售费用	113	146	175	211	252
管理费用	320	363	392	443	495
研发费用	293	402	482	581	696
财务费用	161	156	176	180	180
投资收益	-2	43	0	0	0
营业利润	192	399	554	745	923
利润总额	201	408	551	731	892
所得税	20	8	44	110	134
净利润	181	400	507	621	758
少数股东损益	-1	-3	0	0	0
归属母公司净利润	182	403	507	621	758
EPS(按最新股本计)	0.10	0.22	0.28	0.34	0.42

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-234	546	630	828	1,080
净利润	182	403	507	621	758
折旧摊销	91	98	121	128	134
净营运资金增加	579	-54	558	578	544
其他	-1,086	99	-556	-498	-356
投资活动产生现金流	-225	-84	-150	-150	-150
净资本支出	-154	-81	-150	-150	-150
长期投资变化	757	810	0	0	0
其他资产变化	-828	-812	-	0	0
融资活动现金流	480	-667	-63	-176	-348
股本变化	300	0	0	0	0
债务净变化	-314	-630	157	57	-105
无息负债变化	1,144	698	1,160	1,524	1,770
净现金流	17	-201	417	503	582

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	13.7%	15.2%	15.4%	15.5%	15.4%
EBITDA 率	5.2%	7.1%	7.6%	7.8%	7.8%
EBIT 率	4.1%	6.0%	6.6%	6.9%	7.0%
税前净利润率	2.3%	4.0%	4.5%	4.9%	5.0%
归母净利润率	2.1%	3.9%	4.1%	4.2%	4.3%
ROA	1.4%	2.9%	3.3%	3.5%	3.8%
ROE (摊薄)	3.7%	7.7%	8.8%	9.9%	10.8%
经营性 ROIC	5.3%	10.5%	11.7%	12.4%	14.0%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	63%	62%	63%	64%	65%
流动比率	1.32	1.29	1.30	1.31	1.33
速动比率	0.65	0.64	0.67	0.70	0.73
归母权益/有息债务	2.03	2.97	2.97	3.17	3.72
有形资产/有息债务	5.25	7.34	7.64	8.48	10.19

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	13,314	13,765	15,547	17,698	20,059
货币资金	1,857	2,035	2,453	2,956	3,538
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	1,635	1,918	2,213	2,727	3,284
应收票据	132	131	156	189	226
其他应收款 (合计)	405	373	446	537	643
存货	5,206	5,297	6,008	6,736	7,469
其他流动资产	41	109	178	239	337
流动资产合计	10,278	10,576	12,308	14,411	16,726
其他权益工具	0	468	468	468	468
长期股权投资	757	810	810	810	810
固定资产	770	869	847	819	784
在建工程	288	218	216	215	213
无形资产	270	317	360	403	444
商誉	315	315	315	315	315
其他非流动资产	-	-	-	-	-
非流动资产合计	3,036	3,189	3,239	3,287	3,333
总负债	8,414	8,482	9,799	11,379	13,044
短期借款	1,688	1,442	1,549	1,555	1,400
应付账款	2,801	2,645	3,161	3,806	4,558
应付票据	1,725	2,503	2,991	3,601	4,312
预收账款	1,033	817	978	1,179	1,411
其他流动负债	0	0	2	4	5
流动负债合计	7,760	8,188	9,457	10,989	12,605
长期借款	181	0	50	100	150
应付债券	412	30	30	30	30
其他非流动负债	10	10	8	6	5
非流动负债合计	653	294	342	391	439
股东权益	4,900	5,283	5,748	6,319	7,015
股本	1,810	1,810	1,810	1,810	1,810
公积金	1,128	1,123	1,173	1,236	1,311
未分配利润	1,868	2,232	2,646	3,155	3,775
归属母公司权益	4,876	5,264	5,729	6,300	6,996
少数股东权益	24	19	19	19	19

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	1.31%	1.43%	1.43%	1.43%	1.43%
管理费用率	3.71%	3.54%	3.20%	3.00%	2.80%
财务费用率	1.87%	1.53%	1.43%	1.22%	1.02%
研发费用率	3.40%	3.93%	3.93%	3.93%	3.93%
所得税率	10%	2%	8%	15%	15%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.01	0.02	0.03	0.03	0.04
每股经营现金流	-0.13	0.30	0.35	0.46	0.60
每股净资产	2.69	2.91	3.16	3.48	3.86
每股销售收入	4.77	5.65	6.77	8.16	9.77

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	34	15	12	10	8
PB	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	16.2	9.9	7.7	6.3	5.2
股息率	0.4%	0.7%	0.8%	1.0%	1.2%

行业及公司评级体系

评级	说明
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 15%；
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。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼