

东南网架 (002135)

22h1 工程承包收入高增，化纤效应承压拖累毛利率

公司公告 22 年半年度报告，22h1 公司收入 60.5 亿元，yoy+12.8%；归母净利润 3.0 亿元，yoy-17.6%；扣非归母净利润 2.5 亿元，yoy-28.8%。22q2 单季度收入 33.2 亿元，yoy+13.4%；归母净利润 1.3 亿，yoy-38.4%；扣非归母净利润 0.9 亿，yoy-56.4%。

工程承包收入高增长，化纤效益承压

分业务，22h1 公司钢结构分包/工程总承包/化纤/其他业务分别收入 28.8/17.0/13.7/1.0 亿元，yoy 分别-2.4%/+129.1%/-12.6%/-4.5%。工程总承包继续维持高增长，公司业务结构进一步优化。化纤业务收入同比下降，主要系全国疫情反复，全球经济疲软，大宗原材料价格受俄乌战争剧烈波动等多重因素影响，纺织行业供需两端受到一定的冲击，涤纶长丝消费需求下滑、行业景气回落所致。新签订单角度，22h1 公司建筑板块累计新签及中标合同 144 亿元，yoy+20%，为建筑板块营收的 3.0 倍，有望较好支撑收入后续增长。

22h1 公司综合毛利率 12.5%，yoy-1.7pct；22q2 单季度毛利率 12.2%，yoy-2.4pct。其中工程总承包/钢结构分包/化纤毛利率分别为 14.1%/14.9%/4.3%，yoy 分别+0.3/-1.0/-4.0pct。工程总承包毛利率略有改善，化纤效益明显承压致整体毛利率下滑。费用管控有力，22h1 公司期间费用率 6.5%，yoy-0.7pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.3%/2.8%/2.9%/0.6%，yoy 分别-0.1/+0.1/-0.5/-0.2pct。减值损失影响加大，22h1 公司减值损失 0.5 亿元，占收入比例 0.8%，综合影响下，22h1 归母净利率 4.9%，yoy-1.8pct。

战略转型“装配式+BIPV”，或享受行业高速增长红利

公司 2021 年成立东南碳中和科技公司和东南网架福斯特碳中和科技公司，致力于屋面与光伏一体化建筑的开发、建设与投资，提供光伏技术与绿色建筑的一揽子解决方案与集成服务。公司先后与萧山区衙前镇人民政府、萧山经济技术开发区、山西运城经济技术开发区、天津港保税区管委会签署了合作协议或投资协议，借助整县推进发展的契机，积极推进 BIPV 产品的场景应用。2022/04，公司全资子公司东南绿建集成科技公司与杭州钱塘新区建设投资、龙焱能源科技（杭州）公司三方联合，共同成立合资公司浙江东南龙焱建投新能源，共同开发光伏建筑一体化市场，致力于开发适用市场的光伏建筑一体化产品，并模块化生产、建设。我们认为公司通过股权合作及自主设立子公司积极切入 BIPV 市场，或有利于形成投运一体的全产业链能力，且公司为行业内较早布局 BIPV 的建筑公司，后续或在 BIPV 市场拓展中有先发优势。

看好 EPC+BIPV 成长性，维持“买入”评级

公司作为钢结构龙头，过往已具备行业领先的钢结构和屋面工程技术能力，我们认为公司 BIPV 业务具备渠道和技术优势，未来 EPC+BIPV 有望提供较好的成长持续性。考虑较大的成本压力，我们小幅下调盈利预测，预计 22-24 年公司归母净利润分别为 5.1/6.2/7.5 亿（前值 6.1/7.7/9.5 亿），yoy 分别为 3%/22%/21%，22 年目标 PE 20x，对应目标价 8.72 元，维持“买入”评级。

风险提示：钢价持续上行对利润影响超预期；化纤业务盈利波动超预期；BIPV 业务推进不及预期。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	9,256.29	11,287.11	12,994.71	15,465.78	18,862.24
增长率(%)	3.12	21.94	15.13	19.02	21.96
EBITDA(百万元)	979.57	1,418.34	1,053.40	1,256.07	1,464.58
净利润(百万元)	270.81	492.89	508.35	620.48	750.51
增长率(%)	1.25	82.00	3.14	22.06	20.96
EPS(元/股)	0.23	0.42	0.44	0.53	0.64
市盈率(P/E)	33.05	18.16	17.61	14.43	11.93
市净率(P/B)	2.05	1.49	1.54	1.40	1.26
市销率(P/S)	0.97	0.79	0.69	0.58	0.47
EV/EBITDA	7.49	9.77	9.40	7.97	6.57

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑装饰/专业工程
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	7.68 元
目标价格	8.72 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,165.55
流通 A 股股本(百万股)	1,093.90
A 股总市值(百万元)	8,951.42
流通 A 股市值(百万元)	8,401.15
每股净资产(元)	5.32
资产负债率(%)	64.22
一年内最高/最低(元)	13.15/7.33

作者

鲍荣富	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003	baorongfu@tfzq.com
王涛	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001	wangtaoa@tfzq.com
王雯	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521120005	wangwena@tfzq.com
吴红艳	联系人
wuhongyan@tfzq.com	

股价走势



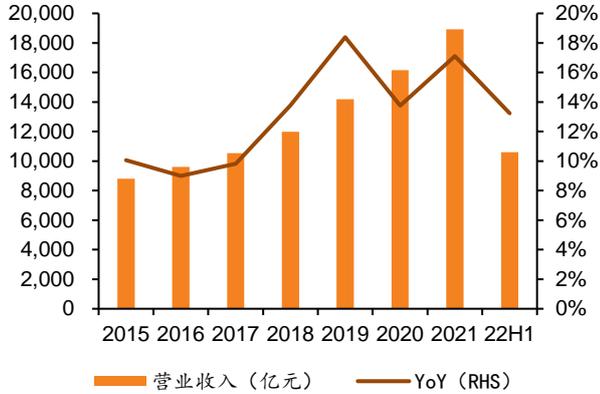
资料来源：贝格数据

相关报告

- 《东南网架-年报点评报告:工程业务稳健增长，期待 BIPV 提供新增量》2022-04-12
- 《东南网架-半年报点评:利润高增长，签约整县试点推进 BIPV 业务》2021-08-24
- 《东南网架-首次覆盖报告:钢结构工程龙头，EPC+BIPV 引领新发展》2021-06-03

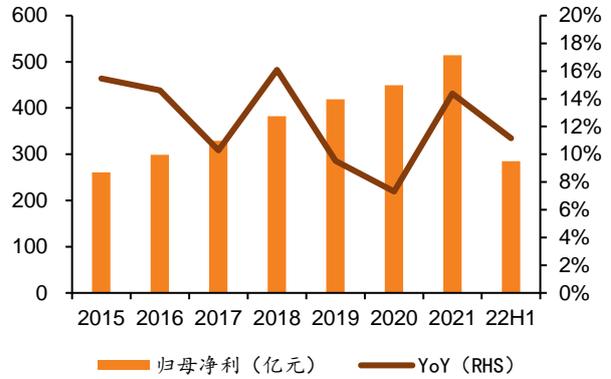
公司历年经营情况及可比公司估值表

图 1：公司近年营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司近年归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 3：可比公司估值情况

股票代码	公司名称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元/股)				P/E			
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
002541.SZ	鸿路钢构	212	30.68	1.67	1.91	2.43	2.94	18.4	16.0	12.6	10.5
600496.SH	精工钢构	84	4.17	0.34	0.42	0.50	0.59	12.2	10.0	8.3	7.0
600477.SH	杭萧钢构	123	5.21	0.17	0.21	0.25	0.29	30.0	24.9	20.7	17.7
603098.SH	森特股份	174	32.30	0.06	0.57	0.92	1.27	530.4	56.5	35.1	25.3
	平均值							147.7	26.9	19.2	15.1
	中位数							24.2	20.5	16.7	14.1
002135.SZ	东南网架	90	7.68	0.42	0.44	0.53	0.64	18.2	17.6	14.4	11.9

注：股价时间 2022/09/05；除东南网架外，其他业绩预测源自 Wind 一致预期；

资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,481.87	2,681.26	3,086.90	3,673.91	1,508.98
应收票据及应收账款	3,313.59	3,900.75	4,762.38	4,688.93	5,790.10
预付账款	65.44	148.74	167.37	207.54	250.48
存货	1,431.28	1,707.83	1,642.89	2,256.10	2,415.69
其他	495.93	422.63	5,245.91	7,164.68	8,604.49
流动资产合计	6,788.10	8,861.21	14,905.45	17,991.16	18,569.74
长期股权投资	289.19	302.44	302.44	302.44	302.44
固定资产	1,655.42	1,883.26	1,758.78	1,637.30	1,458.82
在建工程	270.88	87.17	117.02	137.91	152.54
无形资产	1,174.19	1,207.66	1,211.76	1,213.86	1,195.96
其他	554.38	694.39	520.74	520.71	520.68
非流动资产合计	3,944.07	4,174.92	3,910.74	3,812.23	3,630.45
资产总计	13,650.09	17,150.65	18,816.19	21,803.39	22,200.19
短期借款	2,287.77	2,869.05	3,774.97	4,379.13	2,294.59
应付票据及应付账款	5,231.76	6,354.65	7,120.00	8,857.11	10,664.50
其他	521.86	509.17	1,196.89	1,143.79	1,569.29
流动负债合计	8,041.39	9,732.87	12,091.86	14,380.03	14,528.38
长期借款	256.89	460.02	388.99	483.38	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	33.36	59.19	39.62	44.06	47.62
非流动负债合计	290.24	519.21	428.61	527.44	47.62
负债合计	8,795.73	10,654.35	12,520.47	14,907.47	14,576.00
少数股东权益	479.15	479.56	484.69	492.87	509.75
股本	1,034.40	1,165.55	1,165.55	1,165.55	1,165.55
资本公积	2,085.97	3,130.97	2,436.58	2,436.58	2,436.58
留存收益	1,384.84	1,850.23	2,358.58	2,979.07	3,729.57
其他	(130.01)	(130.01)	(149.68)	(178.14)	(217.27)
股东权益合计	4,854.36	6,496.30	6,295.73	6,895.92	7,624.19
负债和股东权益总计	13,650.09	17,150.65	18,816.19	21,803.39	22,200.19

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	263.49	495.51	508.35	620.48	750.51
折旧摊销	204.76	228.98	250.53	258.48	261.75
财务费用	77.09	129.57	157.36	198.11	141.77
投资损失	21.62	(3.96)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(105.32)	(1,579.52)	(284.71)	(796.87)	(507.03)
其它	(17.13)	289.07	5.13	8.17	16.88
经营活动现金流	444.51	(440.35)	636.67	288.37	663.89
资本支出	1,137.79	293.98	179.57	155.56	76.43
长期投资	(0.17)	13.25	0.00	0.00	0.00
其他	(2,159.63)	(608.36)	(339.57)	(328.91)	(156.43)
投资活动现金流	(1,022.01)	(301.13)	(160.00)	(173.35)	(80.00)
债权融资	512.04	730.11	643.03	500.45	(2,709.69)
股权融资	(157.51)	1,061.19	(714.06)	(28.46)	(39.12)
其他	363.86	42.85	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	718.39	1,834.15	(71.03)	471.98	(2,748.81)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	140.89	1,092.68	405.64	587.01	(2,164.93)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	9,256.29	11,287.11	12,994.71	15,465.78	18,862.24
营业成本	8,181.91	9,789.92	11,379.81	13,496.53	16,488.70
营业税金及附加	26.98	27.24	31.36	37.32	45.51
营业费用	34.16	35.42	38.98	46.40	56.59
管理费用	225.05	272.97	313.17	371.18	448.92
研发费用	329.81	402.58	466.51	556.77	684.70
财务费用	71.52	88.79	157.36	198.11	141.77
资产减值损失	(61.87)	(136.07)	(188.00)	(210.00)	(290.00)
公允价值变动收益	0.53	0.84	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(21.62)	3.96	0.00	0.00	0.00
其他	137.08	246.03	(160.00)	(160.00)	(160.00)
营业利润	332.75	555.44	579.51	709.48	866.05
营业外收入	4.54	9.22	0.00	0.00	0.00
营业外支出	2.60	5.45	0.00	0.00	0.00
利润总额	334.69	559.21	579.51	709.48	866.05
所得税	71.19	63.71	66.02	80.83	98.66
净利润	263.49	495.51	513.49	628.65	767.39
少数股东损益	(7.32)	2.62	5.13	8.17	16.88
归属于母公司净利润	270.81	492.89	508.35	620.48	750.51
每股收益(元)	0.23	0.42	0.44	0.53	0.64

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	3.12%	21.94%	15.13%	19.02%	21.96%
营业利润	18.10%	66.93%	4.33%	22.43%	22.07%
归属于母公司净利润	1.25%	82.00%	3.14%	22.06%	20.96%
获利能力					
毛利率	11.61%	13.26%	12.43%	12.73%	12.58%
净利率	2.93%	4.37%	3.91%	4.01%	3.98%
ROE	6.19%	8.19%	8.75%	9.69%	10.55%
ROIC	6.66%	10.97%	10.21%	11.89%	11.97%
偿债能力					
资产负债率	64.44%	62.12%	66.54%	68.37%	65.66%
净负债率	21.91%	10.52%	17.12%	17.25%	10.32%
流动比率	1.14	1.28	1.23	1.25	1.28
速动比率	0.97	1.11	1.10	1.09	1.11
营运能力					
应收账款周转率	2.80	3.13	3.00	3.27	3.60
存货周转率	3.58	7.19	7.76	7.93	8.07
总资产周转率	0.74	0.73	0.72	0.76	0.86
每股指标(元)					
每股收益	0.23	0.42	0.44	0.53	0.64
每股经营现金流	0.38	-0.38	0.55	0.25	0.57
每股净资产	3.75	5.16	4.99	5.49	6.10
估值比率					
市盈率	33.05	18.16	17.61	14.43	11.93
市净率	2.05	1.49	1.54	1.40	1.26
EV/EBITDA	7.49	9.77	9.40	7.97	6.57
EV/EBIT	9.47	11.65	12.34	10.03	8.00

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com