

002135.SZ

增持

原评级: 增持

市场价格: 人民币 6.47

板块评级: 中性

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	1.6	0.8	(4.6)	(23.3)
相对深圳成指	(0.4)	2.7	0.8	(29.9)

发行股数(百万)	1,165.55
流通股(百万)	1093.90
总市值(人民币 百万)	7,541.11
3个月日均交易额(人民币 百万)	67.71
主要股东	
浙江东南网架集团有限公司	26.98

 资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
 以2023年4月28日收市价为标准

 中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

建筑装饰: 专业工程
证券分析师: 陈浩武

(8621)20328592

haowu.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520090006

联系人: 林祁桢

qizhen.lin@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300121080012

联系人: 杨逸菲

yifei.yang@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300122030023

联系人: 郝子禹

ziyu.hao@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300122060027

东南网架

Q1 增收不增利, 钢构订单稳增

公司于4月28日发布2023年一季报, 2023Q1实现营收31.9亿元, 同增17.0%, 归母净利1.4亿元, 同减17.0%, 扣非净利1.4亿元, 同减14.8%, EPS0.12元, 同减20.0%。考虑公司订单稳增, 年内化纤业务具备弹性, 维持公司增持评级。

支撑评级的要点

- **Q1 增收不增利:** 2023Q1实现营收31.9亿元, 同增17.0%, 归母净利1.4亿元, 同减17.0%, 扣非净利1.4亿元, 同减14.8%, EPS0.12元, 同减20.0%。
- **钢结构订单稳增, 在手订单充足。**2023Q1公司钢结构新签合同34.4亿元, 同增10.0%, 已中标未签约订单共78项, 合计74.9亿元, 公司订单稳增。
- **化纤需求改善, 年内具备弹性。**2023Q1公司化纤销量达11.5万吨, 同增25.4%, 环比上12.0%, 吨售价6,514.1元, 同减4.5%, 下跌307.2元, 环比上升0.2%, 上涨11.5元。2023年以来, 疫情影响消退, 消费复苏, 2023Q1社会消费零售总额达114.9千亿元, 同增5.8%, 3月社会消费零售金额达37.9千亿元, 同增10.6%。**消费环境向好, 服装需求有所复苏,**2023Q1服装鞋帽、针、纺织品类零售额累计同增9.0%, 3月服装鞋帽、针、纺织品类零售额达1,164.0亿元, 同增17.7%, **随着下游景气恢复, 化纤景气度年内或有修复, 带来业绩弹性。**
- **夯实“EPC总承包+1号工程”发展战略, 引流BIPV应用。**公司持续提升在装配式钢结构领域品牌的知名度, 不断夯实“EPC总承包+1号工程”的发展战略。**BIPV方面,**公司通过与日托、福斯特、杭州龙焱等光伏企业合作, 持续探索开发使用柔性化组件应用场景。随着组件价格下降, 年内分布式光伏业务有望迎来订单释放, 增厚公司利润。

估值

受投资收益损失等影响公司业绩略不及预期, 考虑公司订单稳增, 年内化纤业务具备弹性, 维持盈利预测, 预计公司2023-2025年收入分别为132.0、147.0、162.2亿元, 归母净利分别为5.7、6.1、6.8亿元; EPS分别为0.49、0.53、0.58元。维持公司**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 原材料价格大幅波动, EPC项目推进不及预期, 下游需求复苏不及预期。

投资摘要

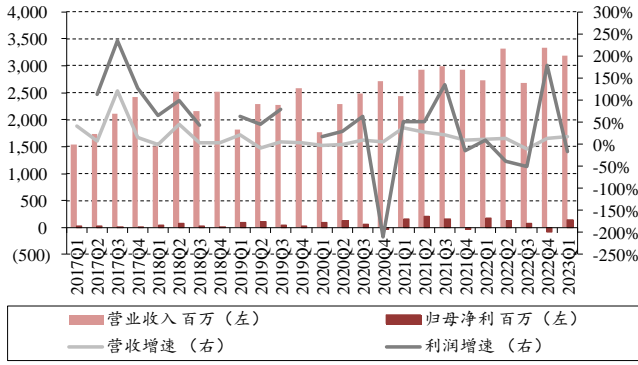
年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	11,287	12,064	13,195	14,696	16,217
增长率(%)	21.9	6.9	9.4	11.4	10.3
EBITDA(人民币 百万)	852	588	1,016	1,110	1,226
归母净利润(人民币 百万)	493	291	568	612	680
增长率(%)	82.0	(41.0)	95.5	7.7	11.1
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.42	0.25	0.49	0.53	0.58
市盈率(倍)	15.3	25.9	13.3	12.3	11.1
市净率(倍)	1.3	1.2	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA(倍)	14.4	15.9	6.9	9.7	5.7
每股股息(人民币)	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
股息率(%)	0.9	1.6	3.0	3.3	3.6

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

一、一季度增收不增利，毛利率同减

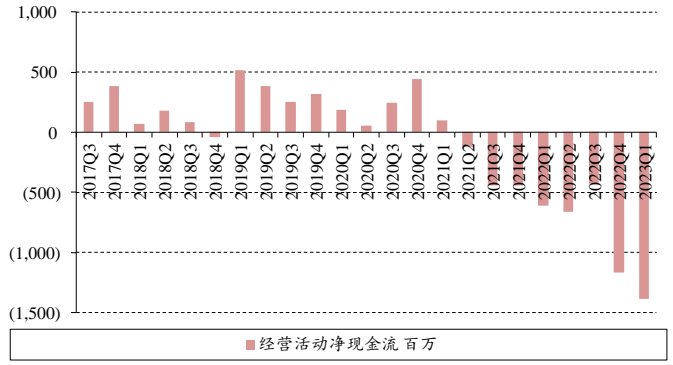
事件：公司发布 2023 年一季报，2023Q1 实现营收 31.9 亿元，同增 17.0%，归母净利 1.4 亿元，同减 17.0%，扣非净利 1.4 亿元，同减 14.8%，EPS0.12 元，同减 20.0%。现金流方面，2023Q1 公司经营现金流净流出 4.6 亿元，流出规模同比扩大。

图表 1. 2023Q1 公司增收不增利



资料来源：公司公告，中银证券

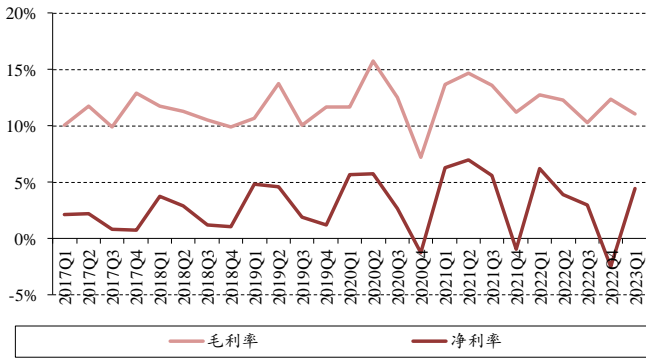
图表 2. ttm 口径下经营活动现金流净流出规模扩大



资料来源：公司公告，中银证券

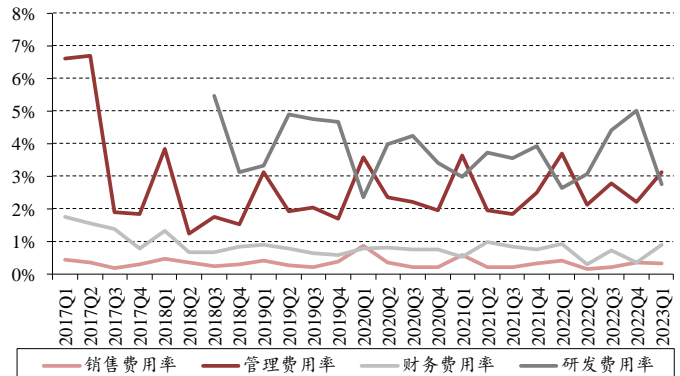
毛利率、净利率同减，费用率下降：2023Q1 公司综合毛利率 11.0%，同减 1.7pct，环比下降 1.3pct；净利率 4.4%，同减 1.8pct，环比上升 6.9pct。2023Q1 公司四项费用率 7.1%，同减 0.6pct，环比下降 0.9pct，销售、管理、财务费用率同减，研发费用率同增。

图表 3. 2023Q1 毛利率、净利率同比下降



资料来源：公司公告，中银证券

图表 4. 销售、管理、财务费用率同减，研发费用率同增



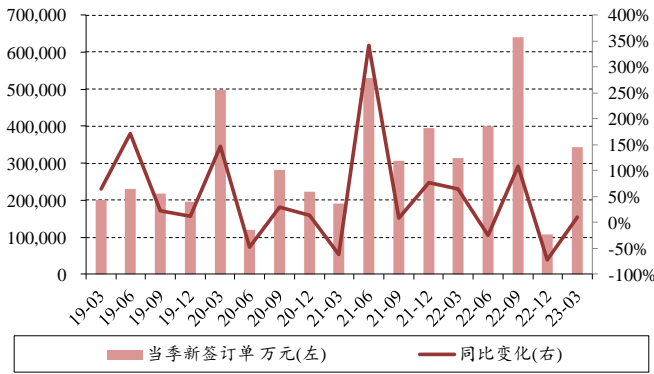
资料来源：公司公告，中银证券

二、钢结构订单稳增，化纤业务现改善

钢结构订单稳增，在手订单充足。2023Q1 公司钢结构新签合同 34.4 亿元，同增 10.0%，已中标未签约订单共 78 项，合计 74.9 亿元，公司订单稳增。

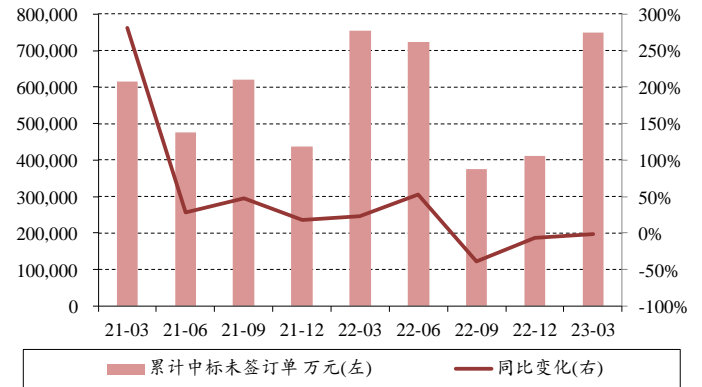
化纤需求改善，年内具备弹性。2023Q1 公司化纤销量达 11.5 万吨，同增 25.4%，环比上 12.0%，吨售价 6,514.1 元，同减 4.5%，下跌 307.2 元，环比上升 0.2%，上涨 11.5 元。2023 年以来，疫情影响消退，消费复苏，2023Q1 社会消费零售总额达 114.9 千亿元，同增 5.8%，3 月社会消费零售金额达 37.9 千亿元，同增 10.6%。消费环境向好，服装需求有所复苏，2023Q1 服装鞋帽、针、纺织品类零售额累计同增 9.0%，3 月服装鞋帽、针、纺织品类零售额达 1,164.0 亿元，同增 17.7%，随着下游景气度恢复，化纤景气度年内或有修复，带来业绩弹性。

图表 5. 2023Q1 公司新签订单同增 10.0%



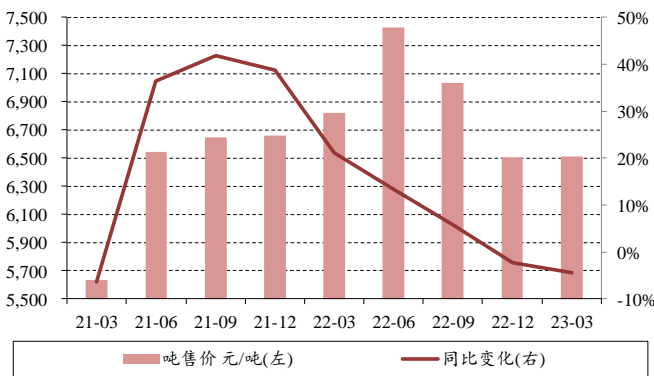
资料来源：公司公告，中银证券

图表 6. 2023Q1 公司已中标未签约订单充足



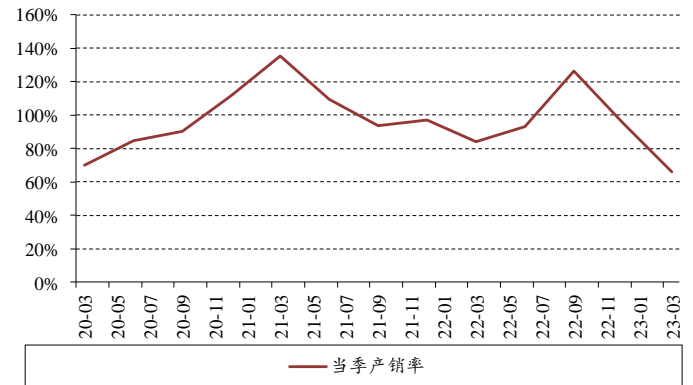
资料来源：公司公告，中银证券

图表 7. 2023Q1 化纤吨售价环比回升



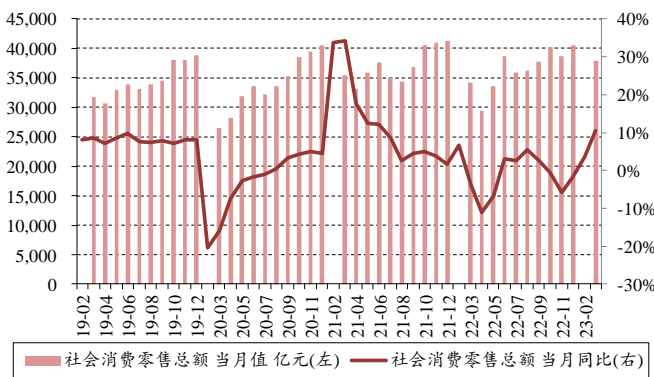
资料来源：公司公告，中银证券

图表 8. 2023Q1 化纤产销率 66.3%



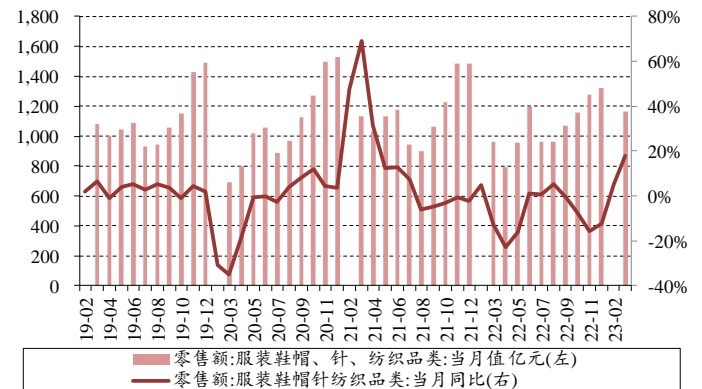
资料来源：公司公告，中银证券

图表 9. 3月社会消费零售金额达 37.9 千亿，同增 10.6%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 10. 3月服装鞋帽、针、纺织品类零售额达 1,164.0 亿元，同增 17.7%



资料来源：公司公告，中银证券

三、BIPV 应用引流，开发柔性化应用场景

公司通过与日托、福斯特、杭州龙焱等光伏企业合作，持续探索开发使用柔性化组件应用场景。随着组件价格下降，年内分布式光伏业务有望迎来订单释放，增厚公司利润。

四、风险提示

原材料价格大幅波动，EPC 项目推进不及预期，下游需求复苏不及预期。

图表 11. 2023Q1 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2022Q1	2023Q1	同比增长(%)
营业收入	2,726.08	3,188.82	16.97
营业税及附加	5.00	9.87	97.39
净营业收入	2,721.08	3,178.94	16.83
营业成本	2,378.01	2,836.61	19.29
销售费用	11.07	10.37	(6.26)
管理费用	172.62	187.22	8.46
财务费用	25.09	28.14	12.16
资产减值损失	48.57	50.14	3.25
营业利润	191.35	163.76	(14.42)
营业外收入	0.94	0.57	(39.29)
营业外支出	0.38	1.16	204.40
利润总额	191.91	163.18	(14.97)
所得税	22.28	23.25	4.35
少数股东损益	(0.51)	(1.27)	(149.24)
归属母公司股东净利润	170.13	141.20	(17.01)
扣除非经常性损益的净利润	162.90	138.79	(14.80)
每股收益(元)	0.15	0.12	(20.00)
扣非后每股收益(元)	0.14	0.12	(14.29)
毛利率(%)	12.77	11.04	减少 1.72 个百分点
净利率(%)	6.22	4.39	减少 1.83 个百分点
销售费用率(%)	0.41	0.33	减少 0.08 个百分点
管理费用率(%)	3.69	3.13	减少 0.57 个百分点
研发费用率(%)	2.64	2.75	增加 0.11 个百分点
财务费用率(%)	0.92	0.88	减少 0.04 个百分点

资料来源: 万得, 中银证券

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	11,287	12,064	13,195	14,696	16,217
营业收入	11,287	12,064	13,195	14,696	16,217
营业成本	9,790	10,622	11,457	12,777	14,095
营业税金及附加	27	45	42	47	55
销售费用	35	33	41	48	54
管理费用	273	319	330	353	373
研发费用	403	459	475	529	584
财务费用	89	67	69	118	132
其他收益	17	65	15	15	15
资产减值损失	(23)	(24)	0	0	0
信用减值损失	(113)	(235)	(100)	(100)	(100)
资产处置收益	0	1	0	0	0
公允价值变动收益	1	0	0	0	0
投资收益	4	39	0	0	0
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	555	367	696	739	839
营业外收入	9	8	7	8	8
营业外支出	5	5	4	5	5
利润总额	559	370	699	742	842
所得税	64	76	124	123	154
净利润	496	294	575	619	688
少数股东损益	3	3	6	7	8
归母净利润	493	291	568	612	680
EBITDA	852	588	1,016	1,110	1,226
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.42	0.25	0.49	0.53	0.58

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	12,976	14,221	15,615	20,616	20,671
货币资金	2,681	1,624	2,639	2,939	3,243
应收账款	3,852	4,993	4,684	6,747	5,866
应收票据	49	24	86	45	126
存货	1,708	2,113	2,024	2,661	2,508
预付账款	149	193	233	264	363
合同资产	4,115	4,820	5,555	7,577	8,085
其他流动资产	423	454	395	384	480
非流动资产	4,175	3,304	3,100	2,859	2,620
长期投资	312	326	344	344	344
固定资产	1,883	1,737	1,598	1,395	1,185
无形资产	1,208	443	417	390	364
其他长期资产	772	798	742	730	726
资产合计	17,151	17,524	18,716	23,475	23,291
流动负债	10,135	10,077	11,479	14,828	15,867
短期借款	2,869	2,190	1,719	3,646	3,500
应付账款	4,136	4,857	5,327	6,740	6,964
其他流动负债	3,130	3,030	4,433	4,442	5,404
非流动负债	519	1,213	655	1,691	53
长期借款	460	1,161	600	1,639	0
其他长期负债	59	52	55	52	53
负债合计	10,654	11,290	12,134	16,520	15,920
股本	1,166	1,166	1,166	1,166	1,166
少数股东权益	480	42	49	56	64
归属母公司股东权益	6,017	6,192	6,533	6,900	7,307
负债和股东权益合计	17,151	17,524	18,716	23,475	23,291

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	496	294	575	619	688
折旧摊销	229	259	266	269	271
营运资金变动	(1,126)	(1,711)	1,483	(3,273)	1,431
其他	(39)	(12)	69	118	132
经营活动现金流	(440)	(1,170)	2,393	(2,267)	2,522
资本支出	(330)	(219)	(40)	(30)	(30)
投资变动	18	24	(18)	0	0
其他	10	583	0	0	0
投资活动现金流	(301)	388	(58)	(30)	(30)
银行借款	784	21	(1,031)	2,966	(1,786)
股权融资	1,102	(162)	(228)	(246)	(273)
其他	(53)	(86)	(61)	(123)	(129)
筹资活动现金流	1,834	(227)	(1,320)	2,597	(2,187)
净现金流	1,093	(1,008)	1,015	300	304

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入增长率(%)	21.9	6.9	9.4	11.4	10.3
营业利润增长率(%)	66.9	(33.9)	89.6	6.2	13.5
归属于母公司净利润增长率(%)	82.0	(41.0)	95.5	7.7	11.1
息税前利润增长率(%)	57.1	(47.3)	128.5	12.2	13.5
息税折旧前利润增长率(%)	41.8	(31.1)	72.9	9.2	10.5
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	82.0	(41.0)	95.5	7.7	11.1
获利能力					
息税前利润率(%)	5.5	2.7	5.7	5.7	5.9
营业利润率(%)	4.9	3.0	5.3	5.0	5.2
毛利率(%)	13.3	12.0	13.2	13.1	13.1
归母净利润率(%)	4.4	2.4	4.3	4.2	4.2
ROE(%)	8.2	4.7	8.7	8.9	9.3
ROIC(%)	8.1	3.1	10.2	6.9	11.4
偿债能力					
资产负债率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
净负债权益比	0.1	0.3	0.0	0.3	0.0
流动比率	1.3	1.4	1.4	1.4	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	3.2	2.7	2.7	2.6	2.6
应付账款周转率	3.0	2.7	2.6	2.4	2.4
费用率					
销售费用率(%)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
管理费用率(%)	2.4	2.6	2.5	2.4	2.3
研发费用率(%)	3.6	3.8	3.6	3.6	3.6
财务费用率(%)	0.8	0.6	0.5	0.8	0.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.4	0.2	0.5	0.5	0.6
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.4)	(1.0)	2.1	(1.9)	2.2
每股净资产(最新摊薄)	5.2	5.3	5.6	5.9	6.3
每股股息	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
估值比率					
P/E(最新摊薄)	15.3	25.9	13.3	12.3	11.1
P/B(最新摊薄)	1.3	1.2	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	14.4	15.9	6.9	9.7	5.7
价格/现金流(倍)	(17.1)	(6.4)	3.2	(3.3)	3.0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371