

东南网架 (002135)

证券研究报告

2022年04月12日

工程业务稳健增长，期待 BIPV 提供新增量

营收利润稳健增长，分布式光伏进展顺利

东南网架 21FY 实现营收 112.9 亿元，yoy+22%，单季来看，Q1-4 单季营收 yoy+37%/+28%/+21%/+8%，4 季度收入放缓或与行业景气度回落有关；21FY 归母净利 4.9 亿元，yoy+82%，扣非业绩 4.7 亿元，yoy+95%，公司化纤业务 21 年实现净利润 0.4 亿元，20 年为-1.5 亿元，工程主业净利润为 4.5 亿元，同比增长约 6.9%。21 年与 4 家政府/开发区签署了分布式光伏开发战略合作/投资框架协议，披露总装机额为 2.45GW，后续有望受益于分布式光伏带来的工程利润和投资收益。

总包业务取得突破，在手订单饱满

21FY 公司钢结构分包/工程承包/化纤业务营收 60.6/18.6/30.9 亿，同比 +0.4%/+178%/+51%，总承包业务取得快速突破；21FY 钢结构分包+工程承包新签合同额 142.1 亿（营收 1.8 倍），同比+26.7%，在手订单饱满，有望受益于基建/制造业投资提速。当前时点 POY/FDY 与 PTA/MEG 的组合价差较 21H2 进一步缩小，可能意味着公司化纤业务当前盈利能力仍然较弱。

采购能力强不惧钢价波动，产业链资金紧张影响现金流

公司 21FY 毛利率 13.3%，同比+1.7pct，钢结构分包/工程承包/化纤业务毛利率 15.3%/14.7%/6.4%，同比-0.2pct/+1.5pct/+9.0pct。去年钢材价格大涨，但公司钢结构业务受到影响较小，体现了较强的采购能力。总承包业务利润率随收入扩大而有所提升，我们预计后续仍有望持续体现一定规模效应。21FY 公司销售/管理/财务/研发费用率同比变动 -0.06/-0.01/+0.02/+0.01pct，均相对稳定。计提资产/信用减值同比增 0.74 亿元，对利润影响较大，主要系公司对恒大系等客户计提 0.22 亿元单项减值及账龄减值增加较多所致。21FY 公司收现比 88.3%，同比-9.7 pct，付现比 90.9%，同比-0.8 pct，CFO 净额-4.4 亿元，同比减少 8.9 亿元，我们认为公司总承包收入的快速增加，以及去年产业链资金相对紧张，造成应收和合同资产项目增加较多，是影响现金流的主要原因。

看好 EPC+BIPV 成长性，维持“买入”评级

公司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。预计 22-24 年归母净利 6.1/7.7/9.5 亿。当前可比公司 22 年 Wind 一致预期 PE24 倍，看好公司看好 EPC+BIPV 成长性，给予 22 年 25 倍 PE，对应目标价 13 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 | 13,640.66 | 16,644.84 | 19,645.57 |
| 增长率(%) | 3.12 | 21.94 | 20.85 | 22.02 | 18.03 |
| EBITDA(百万元) | 979.57 | 1,418.34 | 1,176.52 | 1,444.25 | 1,697.01 |
| 净利润(百万元) | 270.81 | 492.89 | 607.86 | 770.99 | 949.07 |
| 增长率(%) | 1.25 | 82.00 | 23.33 | 26.84 | 23.10 |
| EPS(元/股) | 0.23 | 0.42 | 0.52 | 0.66 | 0.81 |
| 市盈率(P/E) | 47.13 | 25.89 | 21.00 | 16.55 | 13.45 |
| 市净率(P/B) | 2.92 | 2.12 | 2.16 | 1.92 | 1.69 |
| 市销率(P/S) | 1.38 | 1.13 | 0.94 | 0.77 | 0.65 |
| EV/EBITDA | 7.49 | 9.77 | 11.92 | 9.61 | 7.81 |

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 | 10.95 元 |
| 目标价格 | 13 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) | 962.75 |
| A 股总市值(百万元) | 12,762.77 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 10,542.13 |
| 每股净资产(元) | 5.16 |
| 资产负债率(%) | 62.12 |
| 一年内最高/最低(元) | 13.91/6.13 |

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

朱晓辰 联系人
zhuxiaochen@tfzq.com

股价走势



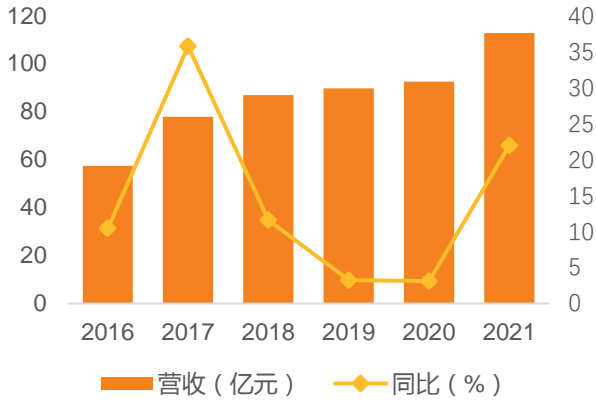
资料来源：聚源数据

相关报告

- 《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
- 《东南网架-公司研究简报:化纤板块量价齐升，钢结构业务或超预期》
2018-05-21

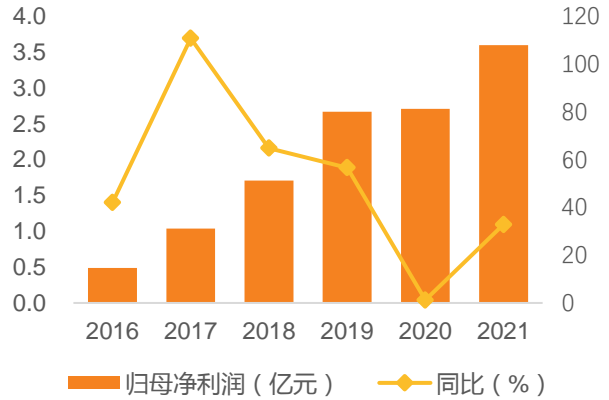
公司经营数据及可比公司估值表

图 1：公司 2016–2022 营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司 2016–2022 归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

表 1：可比公司估值表

| 证券代码 | 证券名称 | 总市值 (亿元) | 当前价格 (元) | EPS (元) | | | | PE (倍) | | | |
|-----------|-----------|-------------|-------------|---------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| | | | | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 002541.SZ | 鸿路钢构 | 227.97 | 42.95 | 2.17 | 2.72 | 3.41 | 4.06 | 19.82 | 15.81 | 12.59 | 10.57 |
| 600496.SH | 精工钢构 | 100.24 | 4.98 | | 0.44 | 0.54 | | | 11.33 | 9.20 | |
| 600477.SH | 杭萧钢构 | 101.40 | 4.28 | | 0.25 | 0.31 | | | 17.05 | 13.60 | |
| 603098.SH | 森特股份 | 202.21 | 37.53 | | 0.72 | 1.15 | | | 52.16 | 32.77 | |
| | 平均 | | | | | | | 19.82 | 24.09 | 17.04 | 10.57 |
| 002135.SZ | 东南网架 | 127.63 | 10.95 | 0.42 | 0.52 | 0.66 | 0.81 | 25.89 | 21.00 | 16.55 | 13.45 |

注：数据截至 20220411 收盘，除东南网架 22-24 年为天风预测外，其余公司 22-24 年 EPS 为 Wind 一致预测。

资料来源：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 | 3,240.35 | 3,953.99 | 1,571.65 |
| 应收票据及应收账款 | 3,313.59 | 3,900.75 | 5,193.02 | 4,978.83 | 5,935.38 |
| 预付账款 | 65.44 | 148.74 | 180.72 | 219.71 | 252.24 |
| 存货 | 1,431.28 | 1,707.83 | 1,784.40 | 2,380.01 | 2,433.89 |
| 其他 | 495.93 | 422.63 | 5,702.38 | 7,607.57 | 8,790.45 |
| 流动资产合计 | 6,788.10 | 8,861.21 | 16,100.86 | 19,140.11 | 18,983.61 |
| 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 | 20,011.60 | 22,952.34 | 22,614.05 |
| 短期借款 | 2,287.77 | 2,869.05 | 4,090.19 | 4,593.78 | 2,162.89 |
| 应付票据及应付账款 | 5,231.76 | 6,354.65 | 7,689.05 | 9,375.66 | 10,739.75 |
| 其他 | 521.86 | 509.17 | 1,269.41 | 1,205.26 | 1,592.61 |
| 流动负债合计 | 8,041.39 | 9,732.87 | 13,048.65 | 15,174.70 | 14,495.24 |
| 长期借款 | 256.89 | 460.02 | 534.54 | 598.24 | 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 | 574.16 | 642.30 | 47.62 |
| 负债合计 | 8,795.73 | 10,654.35 | 13,622.81 | 15,817.00 | 14,542.87 |
| 少数股东权益 | 479.15 | 479.56 | 485.70 | 495.85 | 517.20 |
| 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 | 2,458.09 | 3,229.07 | 4,178.14 |
| 其他 | (130.01) | (130.01) | (157.12) | (191.72) | (226.29) |
| 股东权益合计 | 4,854.36 | 6,496.30 | 6,388.80 | 7,135.33 | 8,071.19 |
| 负债和股东权益总计 | 13,650.09 | 17,150.65 | 20,011.60 | 22,952.34 | 22,614.05 |

| 现金流量表(百万元) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|
| 净利润 | 263.49 | 495.51 | 607.86 | 770.99 | 949.07 |
| 折旧摊销 | 204.76 | 228.98 | 250.53 | 258.48 | 261.75 |
| 财务费用 | 77.09 | 129.57 | 167.05 | 214.19 | 145.07 |
| 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) | (685.10) | (685.32) | (470.82) |
| 其它 | (17.13) | 289.07 | 6.14 | 10.15 | 21.35 |
| 经营活动现金流 | 444.51 | (440.35) | 346.47 | 568.49 | 906.42 |
| 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 | 1,094.12 | 353.10 | (3,174.21) |
| 股权融资 | (157.51) | 1,176.15 | (721.50) | (34.60) | (34.56) |
| 其他 | 363.86 | (72.11) | 0.00 | 0.00 | (0.00) |
| 筹资活动现金流 | 718.39 | 1,834.15 | 372.62 | 318.50 | (3,208.77) |
| 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 | 559.09 | 713.64 | (2,382.35) |

| 利润表(百万元) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 营业收入 | 9,256.29 | 11,287.11 | 13,640.66 | 16,644.84 | 19,645.57 |
| 营业成本 | 8,181.91 | 9,789.92 | 11,860.39 | 14,415.28 | 16,990.24 |
| 营业税金及附加 | 26.98 | 27.24 | 32.91 | 40.16 | 47.40 |
| 销售费用 | 34.16 | 35.42 | 40.92 | 48.27 | 56.97 |
| 管理费用 | 225.05 | 272.97 | 328.74 | 396.15 | 467.56 |
| 研发费用 | 329.81 | 402.58 | 489.70 | 599.21 | 713.13 |
| 财务费用 | 71.52 | 88.79 | 167.05 | 214.19 | 145.07 |
| 资产/信用减值损失 | (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 | 692.94 | 881.57 | 1,095.18 |
| 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 | 692.94 | 881.57 | 1,095.18 |
| 所得税 | 71.19 | 63.71 | 78.94 | 100.43 | 124.77 |
| 净利润 | 263.49 | 495.51 | 614.00 | 781.14 | 970.42 |
| 少数股东损益 | (7.32) | 2.62 | 6.14 | 10.15 | 21.35 |
| 归属于母公司净利润 | 270.81 | 492.89 | 607.86 | 770.99 | 949.07 |
| 每股收益(元) | 0.23 | 0.42 | 0.52 | 0.66 | 0.81 |

| 主要财务比率 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 3.12% | 21.94% | 20.85% | 22.02% | 18.03% |
| 营业利润 | 18.10% | 66.93% | 24.75% | 27.22% | 24.23% |
| 归属于母公司净利润 | 1.25% | 82.00% | 23.33% | 26.84% | 23.10% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 11.61% | 13.26% | 13.05% | 13.39% | 13.52% |
| 净利率 | 2.93% | 4.37% | 4.46% | 4.63% | 4.83% |
| ROE | 6.19% | 8.19% | 10.30% | 11.61% | 12.56% |
| ROIC | 6.66% | 10.97% | 11.91% | 13.55% | 14.18% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 64.44% | 62.12% | 68.07% | 68.91% | 64.31% |
| 净负债率 | 21.91% | 10.52% | 21.68% | 17.36% | 7.34% |
| 流动比率 | 1.14 | 1.28 | 1.23 | 1.26 | 1.31 |
| 速动比率 | 0.97 | 1.11 | 1.10 | 1.10 | 1.14 |
| 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 | 7.81 | 7.99 | 8.16 |
| 总资产周转率 | 0.74 | 0.73 | 0.73 | 0.77 | 0.86 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.23 | 0.42 | 0.52 | 0.66 | 0.81 |
| 每股经营现金流 | 0.38 | -0.38 | 0.30 | 0.49 | 0.78 |
| 每股净资产 | 3.75 | 5.16 | 5.06 | 5.70 | 6.48 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 47.13 | 25.89 | 21.00 | 16.55 | 13.45 |
| 市净率 | 2.92 | 2.12 | 2.16 | 1.92 | 1.69 |
| EV/EBITDA | 7.49 | 9.77 | 11.92 | 9.61 | 7.81 |
| EV/EBIT | 9.47 | 11.65 | 15.14 | 11.70 | 9.23 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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 |