

东南网架 (002135.SZ) 建筑施工行业

评级：买入 维持评级

公司点评

贺国文

分析师 SAC 执业编号：S1130208120261
(8621)61038234
hegw@gjzq.com.cn

唐笑

分析师 SAC 执业编号：S1130210090001
(8621)61038229
tangx@gjzq.com.cn

东南网架 12 月 30 日重大合同公告点评

事件

东南网架于2010年12月30日发布公告：董事会于2010年12月29日收到公司与浙江省建工集团有限责任公司签订的《建设工程施工合同》，工程名称为“新建杭州东站扩建工程东站站房标段钢结构工程”，合同总金额为299,890,849元。

评论

该事件本身对公司的经营构成利好：今年前三季度公司共新签订单 260827.01 万元，同比增长 26.48%。签订该大额合同无疑对公司经营构成利好；对于钢结构公司而言，一般都做不到满产，企业成长还是以粗放的订单式增长为主。

近年来坏账准备比例较高拖累公司业绩：公司的毛利率、费用率与精工钢构、杭萧钢构并无显著区别，但是公司的销售净利率和净资产收益率都低于其他两个公司，效益大打折扣。从财务分析上可以看出，近几年公司的销售回款情况稍差，致使每年的资产减值准备（主要是坏账准备）数额巨大，是公司效益相对较差的主要原因。

钢结构行业的翘楚，具有品牌优势：公司是老牌钢结构企业，根据中国钢结构协会的排名，04、07、09 年公司在行业内分别名列第二、第二、第三名；“东南网架”是中国驰名商标；公司是钢结构行业“国家级技术中心”；具备“钢结构制造企业特级资质”。

公司与中建钢构、宝钢钢构等有很好的合作模式：东南网架在业务运作中，与中建钢构、宝钢钢构等国有钢结构企业保持了很好的合作关系，各自发挥比较优势，实现良性竞争关系。比如上海世博会中国馆的钢结构工程，由宝钢承接专业分包，东南网架做材料方面的代加工。公司有望与大型国有钢结构公司共同成长。

加快清理应收款有望促使公司 ROE 回升至正常水平：今年以来，公司尤其重视应收款项过大对经营业绩的拖累，开始加快清理应收款，随着款项逐渐收回和坏账的确认，预计未来公司 ROE 将回升到正常水平。

我们将紧密跟踪公司在膜结构、膜材料方面的进展，有望构建长期竞争优势：1、钢结构行业的传统业务技术成熟，透明度也很高，因此竞争激烈，收益较低，缺乏核心竞争优势。2、膜结构、膜材料的设计、制造、安装过程涉及力学、材料学等多方面专业知识和经验，属于“新材料、新工艺”，有望在该领域建立先入为主的竞争优势。3、市场方面，国外的膜结构、膜材料技术、市场已经十分成熟，国内市场正在快速成长，但是高端膜材料仍需从国外进口（比如鸟巢、水立方）。4、公司在钢结构领域耕耘多年，有渠道、技术、市场等领域的广泛经验，在膜结构、膜材料等领域也已经做好了市场考察和团队规划，未来发展值得期待。

投资建议

公司是民营企业在钢结构领域艰难前行的典型代表，我们看好公司在新业务、新领域的突破，维持“买入”评级。2010-2012 年公司 EPS 分别为 0.40、0.67、0.94 元。

图表1：三张表预测
损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	1,794	2,020	2,928	4,063	4,749	5,218
增长率		12.6%	44.9%	38.7%	16.9%	9.9%
主营业务成本	-1,517	-1,719	-2,545	-3,530	-4,152	-4,514
% 销售收入	84.6%	85.1%	86.9%	86.9%	87.4%	86.5%
毛利	276	301	383	532	597	705
% 销售收入	15.4%	14.9%	13.1%	13.1%	12.6%	13.5%
营业税金及附加	-18	-17	-30	-41	-47	-52
% 销售收入	1.0%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-12	-26	-22	-28	-47	-52
% 销售收入	0.7%	1.3%	0.8%	0.7%	1.0%	1.0%
管理费用	-62	-90	-168	-264	-309	-339
% 销售收入	3.5%	4.5%	5.7%	6.5%	6.5%	6.5%
息税前利润 (EBIT)	184	169	163	199	193	261
% 销售收入	10.3%	8.4%	5.6%	4.9%	4.1%	5.0%
财务费用	-47	-67	-53	-44	3	3
% 销售收入	2.6%	3.3%	1.8%	1.1%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-40	-66	-56	-53	-25	-25
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	97	36	53	102	171	240
营业利润率	5.4%	1.8%	1.8%	2.5%	3.6%	4.6%
营业外收支	-2	2	2	3	3	3
税前利润	95	38	55	105	174	243
利润率	5.3%	1.9%	1.9%	2.6%	3.7%	4.6%
所得税	-41	-8	-6	-16	-26	-36
所得税率	42.7%	19.8%	11.8%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	54	31	48	89	148	206
少数股东损益	3	2	6	8	13	19
归属于母公司的净利润	51	28	42	81	135	187
净利率	2.9%	1.4%	1.4%	2.0%	2.8%	3.6%

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	54	31	48	89	148	206
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	78	110	114	134	107	110
非经营收益	50	68	47	74	-3	-3
营运资金变动	-613	-51	-78	878	40	7
经营活动现金净流	-430	159	131	1,175	293	319
资本开支	-88	-206	-130	-80	-76	-77
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	0	0	-4	0	0	0
投资活动现金净流	-88	-206	-134	-81	-76	-77
股权募资	456	0	2	0	0	0
债权募资	390	18	7	-906	0	1
其他	-48	-82	-68	-46	-26	-26
筹资活动现金净流	797	-63	-59	-952	-26	-25
现金净流量	279	-110	-62	141	191	217

来源：国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	523	472	388	529	720	938
应收款项	985	1,230	1,226	1,383	1,602	1,743
存货	302	566	999	1,064	1,251	1,360
其他流动资产	80	77	59	214	251	273
流动资产	1,889	2,345	2,671	3,191	3,824	4,314
% 总资产	76.7%	76.0%	76.5%	80.1%	82.9%	84.6%
长期投资	1	1	1	2	1	1
固定资产	417	592	667	677	682	685
% 总资产	16.9%	19.2%	19.1%	17.0%	14.8%	13.4%
无形资产	130	125	120	110	102	95
非流动资产	573	742	820	791	787	782
% 总资产	23.3%	24.0%	23.5%	19.9%	17.1%	15.4%
资产总计	2,462	3,087	3,491	3,981	4,611	5,096
短期借款	851	869	906	0	0	0
应付款项	590	1,220	1,526	2,843	3,341	3,638
其他流动负债	50	10	67	84	94	101
流动负债	1,491	2,099	2,499	2,927	3,435	3,739
长期贷款	30	30	0	0	0	1
其他长期负债	3	1	1	0	0	0
负债	1,524	2,130	2,499	2,927	3,435	3,740
普通股股东权益	904	920	950	1,005	1,114	1,275
少数股东权益	34	36	41	49	62	81
负债股东权益合计	2,462	3,087	3,491	3,981	4,611	5,096

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.257	0.142	0.210	0.404	0.673	0.937
每股净资产	4.521	4.602	4.752	5.026	5.569	6.376
每股经营现金净流	-2.151	0.793	0.657	5.874	1.464	1.597
每股股利	0.000	0.000	0.060	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	5.69%	3.08%	4.41%	8.04%	12.09%	14.70%
总资产收益率	2.09%	0.92%	1.20%	2.03%	2.92%	3.68%
投入资本收益率	5.79%	7.29%	7.56%	16.06%	13.97%	16.34%
增长率						
主营业务收入增长率	13.09%	12.64%	44.93%	38.75%	16.89%	9.89%
EBIT增长率	1.39%	-8.28%	-3.68%	22.47%	-2.88%	34.98%
净利润增长率	-43.17%	-44.98%	48.09%	92.68%	66.74%	39.13%
总资产增长率	46.08%	25.37%	13.08%	14.06%	15.82%	10.51%
资产管理能力						
应收账款周转天数	142.2	186.1	145.2	120.0	120.0	120.0
存货周转天数	75.8	92.1	112.2	110.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	84.0	84.5	96.8	102.0	102.0	102.0
固定资产周转天数	79.8	84.2	82.5	58.5	48.9	43.3
偿债能力						
净负债/股东权益	38.11%	44.61%	52.26%	-50.23%	-61.24%	-69.06%
EBIT利息保障倍数	3.9	2.5	3.1	4.5	-74.7	-76.8
资产负债率	61.90%	69.01%	71.61%	73.53%	74.49%	73.38%

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-11-29	买入	15.45	N/A

来源：国金证券研究所


投资评级的说明:

强买: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上;

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10%-20%;

持有: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10%-10%;

减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10%-20%;

卖出: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室