

钢结构制造龙头，享行业成长红利

——鸿路钢构(002541.SZ)投资价值分析报告

公司深度

◆**公司是国内钢结构制作龙头**：公司主营业务包括钢结构制造、钢结构装配式建筑承包、分包及建材制造等，公司18年底钢结构产能达到160万吨，明显高于可比公司，是国内钢结构制作龙头。

◆**政策持续加码，钢结构将站上装配式风口**。考虑到：1) 我国装配式建筑行业规模持续高速增长；2) 政策推动钢结构装配式建筑试点部分地区保障性住房建设，短期有望推进钢构快速应用；3) 长期来看钢结构装配式建筑造价劣势将逐渐消失，短期价格劣势可通过政府补贴弥补；4) 对比发达国家，我国钢结构建筑占比提升空间大；我们认为钢结构装配式建筑空间广阔，发展将提速，看好行业长期成长性。

◆**聚焦钢结构制造，产能优势持续扩大，工程向总承包转型**。公司钢结构产能仍在扩张，相较同行产能优势持续扩大，预计产能利用率将维持高位；公司近年聚焦钢结构制作业务，现金流持续改善；另一方面公司工程业务积极向总承包转型，与钢结构制作业务有望相互促进。此外，公司重视研发投入，借力地方政府合作，新增产能资本开支相对较小，政府补助短期料可持续，预计其占营业利润比例将逐渐下降。

◆**2H19 盈利能力有望改善，预收账款增加致负债率攀升**。相较可比公司（杭萧钢构/精工钢构/富煌钢构/东南网架），公司盈利能力较强，18年毛利率/净利率（15.6%/5.3%）均超过可比公司均值（15.3%/4.0%），后续期间费用率存在下降空间；截止1H19末，公司资产负债率为61.9%，较可比公司平均值低1.4pcts，资产负债率近年呈上升趋势主要源于公司预收账款增长较快。1H19收现同比比下降-9.8pcts至93.7%，随着回款力度加强、订单签约预收款/交货付尾款机制大力贯彻，判断2H19有望回升；公司供应商占款能力较强，1H19付现比为84.9%，较可比公司均值低14.3pcts。

◆**首次覆盖给予“买入”评级**：我们看好钢构行业长期成长性，短期有望受益政策催化，公司有望享受行业成长红利；公司钢结构产能优势有望继续扩大，钢结构制作、工程双引擎驱动公司成长，后续发展值得期待。预计公司19-21年EPS为1.02/1.15/1.29元（剔除政府补助后为0.69/0.89/1.03元），结合FCFF估值及相对估值，给予目标价11.04元（对应19-21年PE为16.0x/12.4x/10.7x），首次覆盖给予“买入”评级。

◆**风险提示**：政策推动/产能扩张/政府补助低于预期，钢价大幅波动

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,033	7,874	10,707	12,542	14,497
营业收入增长率	38.98%	56.46%	35.98%	17.13%	15.59%
净利润(百万元)	210	416	535	601	677
净利润增长率	43.74%	98.58%	28.50%	12.35%	12.73%
EPS(元)	0.40	0.79	1.02	1.15	1.29
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.20%	9.41%	10.88%	11.01%	11.16%
P/E	21	10	8	7	6
P/B	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7

资料来源：Wind、光大证券研究所预测、股价时间为2019年10月09日

买入(首次)

当前价/目标价：8.27/11.04元

分析师

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

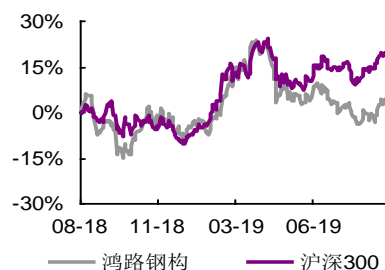
联系人

武慧东
010-58452063
wuhuidong@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)：5.24
总市值(亿元)：43.31
一年最低/最高(元)：6.15/9.39
近3月换手率：31.07%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	9.43	5.10	0.99
绝对	6.16	6.42	17.85

资料来源：Wind

投资聚焦

关键假设

- 预计 19-21 年公司钢结构产能为 235/280/330 万吨，产能利用率假设保持于 90%；19-21 年钢结构外销占产能比例为 95%；
- 假设 17/18 年钢结构制作业务毛利率较钢结构工程业务毛利率低 1.5pcts，参考钢价及加工费情况，预计 19-21 年钢结构制作、工程业务毛利率分别为 13.1%/13.1%/13.2%、14.5%/15.0%、15.0%。
- 营业外收入仅考虑政府补助，参考公司产能扩张规划及已收到政府补助情况，假设 19-21 年营业外收入分别为 2.3/1.7/1.8 亿元。

报告创新之处

- 1) **市场并未充分认识到钢结构行业的成长性：**我们认为今年初住建部市场监管司提出的钢结构试点部分地区保障性住房建设有明确信号意义，随着后续配套政策逐渐落地和完善，有望短期推广钢构快速应用；长期来看，钢结构装配式建筑造价劣势将逐渐消失，行业长期成长空间广。
- 2) **公司业务模式出色，有望尽享行业成长红利：**公司钢结构产能优势突出，且优势有望进一步扩大；公司近年积极战略转型，聚焦于钢结构制作，工程业务向总承包转型，公司在改善现金流、降低负债水平方面受益明显，盈利能力优于可比公司。公司有望尽享行业成长红利。

股价上涨的催化因素

- 1) **政策推进超预期：**成本角度，目前钢构>PC 结构>现浇，钢结构装配式建筑的大力推广仍需政策支持。在前期政策基础上，后续若政策发布节奏/发布单位级别/配套完善程度等方面超预期，有望提振市场预期。
- 2) **订单承接超预期：**公司业绩为订单驱动，若需求旺盛致公司承接钢构制作/工程订单超预期，利好公司业绩；此外有助于公司对下游在材料加工费/回款等方面话语权增强，有益于进一步改善公司盈利能力/现金流。
- 3) **钢价超预期下跌：**一方面，钢价下跌有助于降低钢构建筑成本，利于钢构建筑进一步推广；另一方面，在基本固定材料加工费模式下，钢价下跌利于公司提升利润率，同时部分已获订单有机会获得超额利润。

估值与目标价

我们预计 19-21 年公司 EPS 分别约人民币 1.02/1.15/1.29 元，剔除政府补助后为 0.69/0.89/1.03 元；当前股价对应的 19-21 年 PE（剔除政府补助后）分别约 12.0x/9.3x/8.0x。

我们认为，当前估值尚未充分反映公司所处行业成长性及公司作为钢结构制作龙头、协力工程业务转型的前景。结合 FCFF 估值（目标价 11.55 元）和相对估值法（目标价 11.04 元），首次覆盖给予目标价 11.04 元，（对应 19-21 年 PE 约 16.0x/12.4x/10.7x），给予“买入”评级。

目 录

1、 公司概况：钢结构制造、工程承包双轮驱动	6
2、 钢结构突破天花板，将站上装配式风口	7
2.1、 政策持续加码装配式建筑推广，首提“钢结构+住宅”	7
2.2、 装配式建筑正高速发展，预计成长性将保持.....	9
2.3、 空间巨大，钢结构将站上装配式风口.....	10
3、 公司核心竞争优势.....	11
3.1、 钢结构产能优势持续扩大，产能利用率高	11
3.2、 战略转型：制作类业务为重心，工程向总承包转型.....	13
3.3、 重视研发投入，政府补贴短期料可持续.....	15
4、 财务分析	18
5、 盈利预测	20
6、 估值水平与投资评级	23
6.1、 估值结论与投资评级	25
6.2、 绝对估值	23
6.3、 相对估值	24
7、 风险分析	26

图表目录

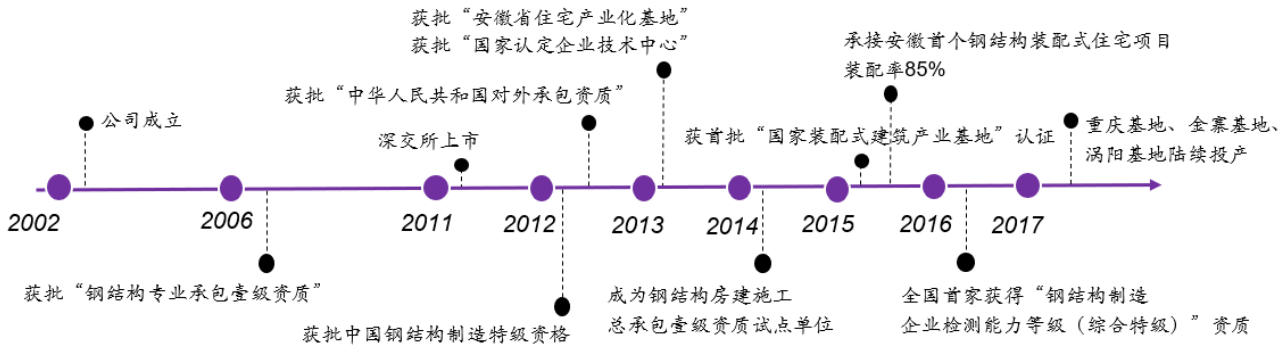
图 1：公司发展历程.....	6
图 2：公司股权结构及主要业务	6
图 3：钢结构收入占比呈上升趋势（百万元）	7
图 4：钢结构业务收入拆分（百万元）	7
图 5：各业务收入增速.....	7
图 6：公司业务遍及全国	7
图 7：中央推动装配式建筑发展部分关键政策	8
表 1：推进装配式建筑发展的重要中央政策及地方政府政策配套情况.....	8
图 8：我国新建装配式建筑面积近年来增长迅速.....	9
图 9：装配式建筑及配套产业规模（亿元）发展快速.....	9
表 2：装配式建筑行业规模测算	10
图 10：四大钢构企业收入增速（%）	10
图 11：四大钢构企业合计收入增速与装配式建筑行业增速比较（%）	10
图 12：我国建筑钢结构用钢量较发达国家差距明显（2017 年）	11
图 13：我国使用钢结构住宅占比较发达国家差距明显（2017 年）	11
图 14：公司及主要竞争对手钢结构产量（万吨，14-18 年）	12
图 15：十大生产基地覆盖我国大部分地区（18 年）	12
表 3：公司近年签订的地方政府的战略合作协议及内容.....	12
图 16：公司调整战略，新签制造类订单额（百万元）增速快于新签工程类订单额增速	14
图 17：新签制造类订单占比逐渐提升	14
图 18：随着制造类订单占比提升，公司经营性现金流持续改善.....	14
表 4：18 年以来公司参与、新签的重要总承包项目	15
图 19：公司研发投入持续高增长	15
图 20：公司研发费/营收进入行业第一梯队.....	15
图 21：公司装配式建筑体系.....	16
表 5：公司参与的国家/地方行业标准及技术标准.....	16
图 22：公司当期计入利润表的政府补助及占营业利润比例	17
表 6：公司近年收到地方政府补助明细	17
图 23：公司销售毛利率与同行比较（%，13-1H19）	18
图 24：公司销售净利率与同行比较（%，13-1H19）	18
图 25：公司期间费用率与同行比较（%，13-1H19）	19
图 26：公司历年三费情况（%，13-1H19）	19
图 27：公司资产负债率与同行比较（%，13-1H19）	19
图 28：公司有息负债/全部资本投入与同行比较（%，13-1H19）	19

图 29：公司收现比与同行比较（%，13-1H19）	20
图 30：公司付现比与同行比较（%，13-1H19）	20
图 31：公司钢结构产能及产能利用率预测	21
图 32：公司折旧摊销（固定资产+无形资产）预测	21
表 7：分业务业绩预测	22
表 8：FCFF 基本假设及估值	23
表 9：FCFF 敏感性分析（元）	23
表 10：可比公司估值表	24
图 33：公司 PE_TTM 变动	24
图 34：公司历史 PB_LF 变动	25

1、公司概况：钢结构制造、工程承包双轮驱动

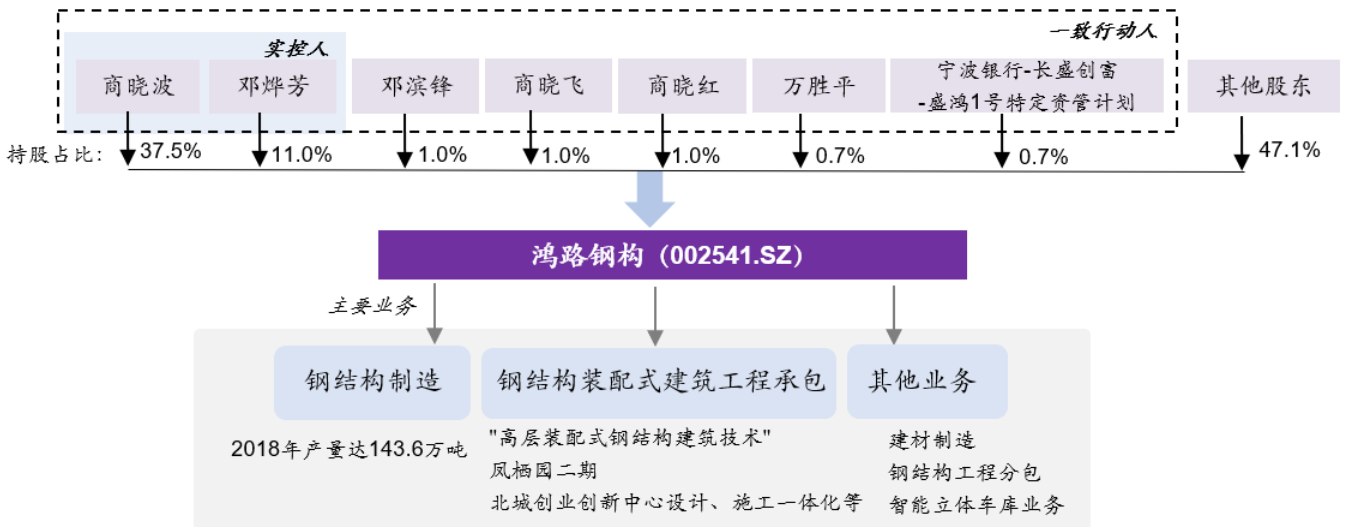
公司成立于2002年，于2011年深交所上市（002541.SZ）。公司实际控制人为商晓波和邓烨芳夫妇。公司主营业务为钢结构制造、钢结构装配式建筑承包及建材制造、钢结构工程分包业务等。2015年公司为首批获得“国家装配式建筑产业基地”认证企业之一。18年公司钢结构实现产量143.6万吨，规模居全行业之首，较17年增长50.8%

图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，光大证券研究所整理

图 2：公司股权结构及主要业务



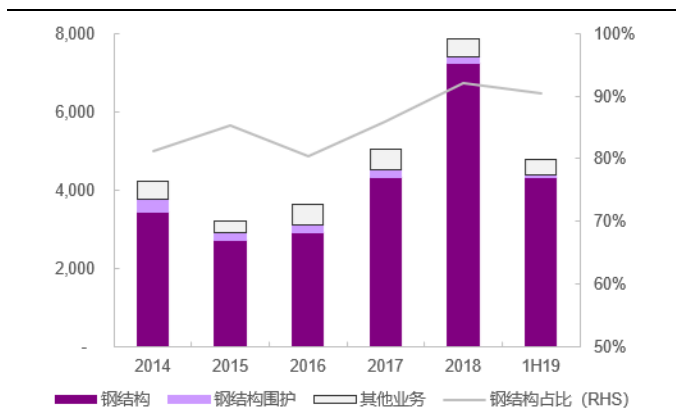
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

注：持股比例截止1H19末，商晓波为公司董事长，邓烨芳为商晓波妻子，商晓飞、商晓红为商晓波之姐，邓滨锋为邓烨芳之弟，万胜平为公司董事，长盛创富资管-宁波银行-长盛创富-盛鸿1号特定资管计划持有人为商晓波、邓烨芳、万胜平

钢结构制造和钢构装配式建筑承包业务双轮驱动公司成长。公司主营以两大业务为核心，分别为钢结构制造和钢结构装配式建筑工程承包，围绕钢结构（制造+工程承包）业务包括各类建筑钢结构、设备钢结构、空间钢结构、桥梁钢结构，18年/1H19钢结构业务收入占公司总营收比例分别为92.1%/90.3%，近年来钢结构收入开始提速，18年/1H19钢结构业务收入分别同增67.8%/50.8%。钢结构工程承包业务遍布国内，包括咸阳彩虹光电项目、武汉环球贸易项目等明星项目。钢结构制造可为工程承包业务供应钢结

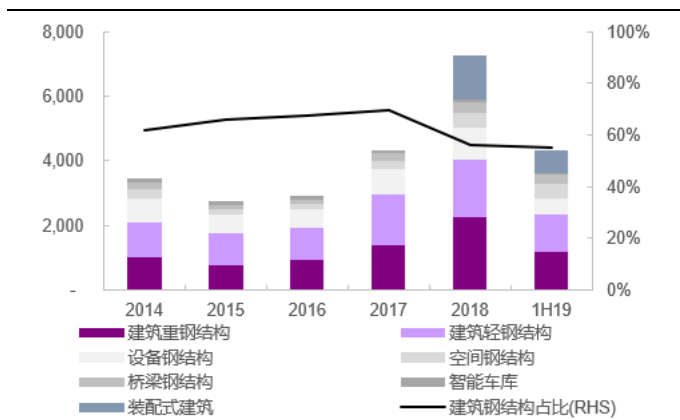
构原材料，降低成本；钢结构工程承包业务可有效提升钢结构制造需求，两者互相促进，形成正向循环。公司聚焦主业，其他业务近年占比总体呈下降趋势。

图 3：钢结构收入占比呈上升趋势（百万元）



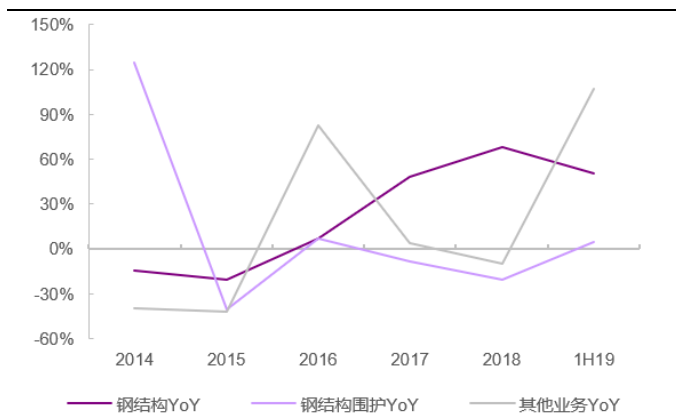
资料来源：公司公告

图 4：钢结构业务收入拆分（百万元）



资料来源：公司公告

图 5：各业务收入增速



资料来源：公司公告

图 6：公司业务遍及全国



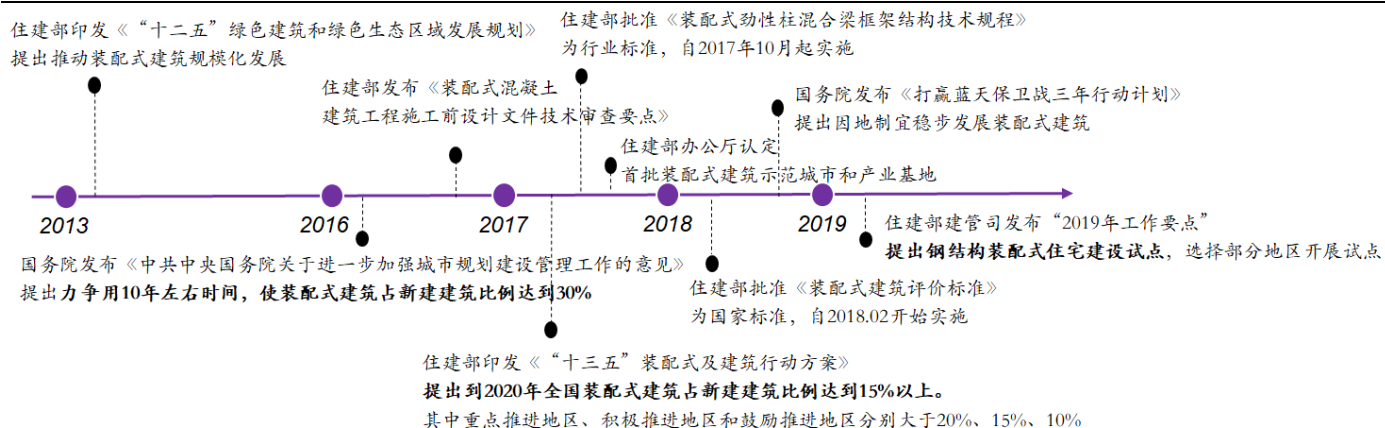
资料来源：公司官网，光大证券研究所整理，截止 1H19 末

2、钢结构突破天花板，将站上装配式风口

2.1、政策持续加码装配式建筑推广，首提“钢结构+住宅”

装配式建筑政策支持持续加码。2013 年住建部印发的《“十二五”绿色建筑和绿色生态区域发展规划》首次明确提出要我国要加快形成装配式混凝土、钢结构等工业化建筑体系；国务院于 2016 年提出我国力争用 10 年左右时间装配式建筑占新建建筑比例达到 30%；2017 年住建部进一步明确装配式建筑发展规划，提出到 2020 年全国装配式建筑占新建建筑比例达到 15% 以上，其中重点推进地区、积极推进地区和鼓励推进地区分别大于 20%、15% 和 10%，此外多项装配式建筑建设、评估标准相继出台，各省/地区相继发布配套政策支持推进装配式建筑实施，明确装配式建筑占新建建筑比例目标，同时提出相关补贴、优惠政策。

图 7：中央推动装配式建筑发展部分关键政策



资料来源：中央政府网，新华网，光大证券研究所整理

住建部首次仅提推广钢结构，明确住宅建设试点，后续配套政策值得期待。复盘我国发展装配式建筑相关政策，政府上层部门基本同时推广PC结构和钢结构应用，并无明显侧重。2019年3月27日住建部建设市场监管司发布的“2019年工作要点”于首条工作要点“推进建筑业中重点领域改革，促进建筑产业转型升级”中单独提出要开展钢结构装配式住宅建设试点，系装配式建筑推广政策中首次仅提钢结构试点，同时提出将选择部分地区开展试点，并将于试点地区保障性住房、装配式住宅建设、农村危房改造和易地扶贫搬迁中明确一定比例工程项目采用钢结构装配式建造。近期山东、湖南、四川、浙江等省推出推进钢结构装配式建筑试点方案，明确试点范围、目标、推广路径、政策支持，钢结构推广有望提速，后续其他地区类似配套政策值得期待。

表 1：推进装配式建筑发展的重要中央政策及地方政府政策配套情况

政策级别	发布时间	部门	政策标题	主要内容
装配式建筑占比目标相关				
中央	2016.02	国务院	《关于进一步加强城市规划建设管理工作的意见》	提出力争用10年左右时间，使装配式建筑占新建建筑比例达到30%
中央	2017.03	住建部	《“十三五”装配式及建筑行动方案》	提出到2020年全国装配式建筑占新建建筑比例达到15%以上，其中重点推进地区、积极推进地区和鼓励推进地区分别大于20%、15%和10%
地方配套	2017-2018	北京等各地区住建厅	各地区《关于推进装配式建筑发展的实施意见》等	根据各地实际情况，明确2020年、2025年装配式建筑占新建建筑面积比例，明确重点推进地区、积极推进地区、鼓励推荐地区及各地区比例目标
建筑装配化率相关				
中央	2017-2018	住建部	《装配式混凝土建筑技术标准》 《装配式钢结构建筑技术标准》 《装配式木结构建筑技术标准》 《装配式建筑评价标准》	明确规定被评定为装配式建筑的单体建筑需满足下列条件：1) 竖向承重构件为混凝土材料时，预制部品部件比例不应低于50%；2) 竖向承重构件为金属材料、木材及非水泥基符合材料时，竖向构件应全部采用预制部品部件；3) 楼盖构件比例不低于70%；4) 外围护墙比例不低于80%；5) 内隔墙不低于50%；6) 采用全装修

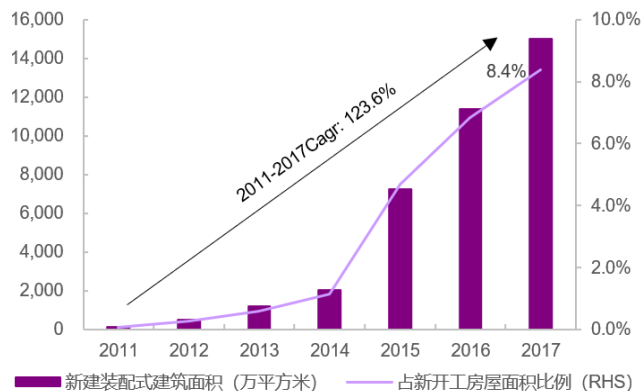
地方配套	2017-2018	北京等部分地区 住建厅	《北京市发展装配式建筑 2017 年工作计划》等	细化了装配式建筑装配率要求、评价标准、实施范围等，如北京规定装配式建筑装配率不低于 50%，同时明确高度在 60 米（含）以下时，单体建筑预制率应不低于 40%，建筑高度在 60 米以上时，单体建筑预制率应不低于 20%
装配式建筑补贴支持政策				
中央	2016.09	国务院	《关于大力发展装配式建筑的指导意见》	明确提出推进装配式建筑的保障措施，包括加大政策支持，给予相关企业政策优惠、税收优惠、土地保障等
中央	2017.03	住建部	《“十三五”装配式及建筑行动方案》	明确提出要落实支持政策，包括鼓励各地创新支持政策，加强对供给侧和需求侧双向支持力度，加强土地保障，税收优惠等，同时可将装配率水平作为支持鼓励政策的依据
地方配套	2017-2018	上海等各地区 住建厅	各地区《关于推进装配式建筑发展的实施意见》等	如北京提出包括面积奖励、财政奖励、增值税即征即退优惠、房屋预收便利等支持政策；上海提出符合条件的装配式建筑项目，每平方米补贴 100 元
推广钢结构试点住宅建设				
中央	2019.03	住建部建筑市场 监管司	《住房和城乡建设建筑市场监管司 2019 年工作要点》	提出开展钢结构装配式住宅建设试点。选择部分地区开展试点，明确试点工作目标、任务和保障措施，稳步推进试点工作。推动试点项目落地，在试点地区保障性住房、装配式住宅建设和农村危房改造、异地扶贫搬迁中，明确一定比例的工程项目采用钢结构装配式建造方式，跟踪试点项目推进情况
地方配套	2019.07-	山东、湖南等多省	分别提出“推进钢结构装配式住宅建设试点方案”并得到住建部批复同意	明确提出要着力培育钢结构建筑新兴产业集群，加快推进钢结构装配式住宅发展；明确提出试点范围、目标、路径及具体政策支持

资料来源：中国政府网，各地方政府官网，光大证券研究所整理

2.2、装配式建筑正高速发展，预计成长性将保持

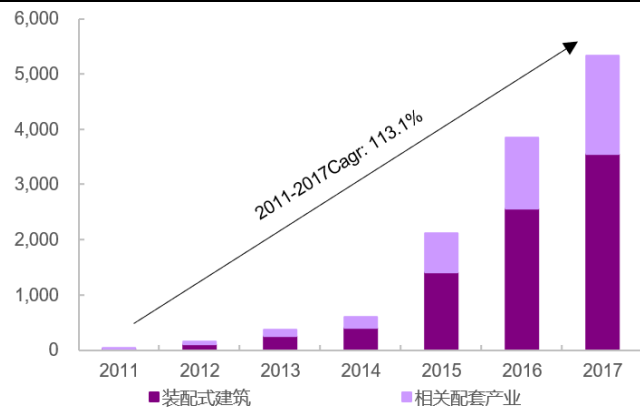
我国装配式建筑行业正高速发展。近年来在政策持续推动、建筑技术持续升级的背景下，我国装配式建筑面积、行业规模迎来快速发展。2017 年我国新建装配式建筑面积达到 1.5 亿平方米，占 2017 年新开工房屋面积比例已达 8.4%，面积较 2016 年增长 31.6%，2011-2017 年新建装配式建筑面积复合增速高达 123.6%；2017 年装配式建筑及相关配套产业（清洁能源、一体化装饰、智能家居等）总行业规模达到 5333 亿元，较 2016 年增加 38.6%，2011-2017 年行业规模复合增速高达 113.1%。

图 8：我国新建装配式建筑面积近年来增长迅速



资料来源：智研咨询，Wind，光大证券研究所整理

图 9：装配式建筑及配套产业规模（亿元）发展快速



资料来源：智研咨询，光大证券研究所整理

预计行业成长性将保持。参考政策目标，我们预计装配式建筑行业规模 2020 年、2025 年将分别达到 7,006、14,011 亿元，2017-2020 年装配式建筑行业规模 Cagr 为 27.9%，2017-2025 年 Cagr 为 19.6%，装配式建筑行业未来将保持高速增长。

表 2：装配式建筑行业规模测算

	2017	2020E	2025E
新开工房屋面积 (万平方米)	178,654	209,342	209,342
新建装配式房屋面积/新开工房屋面积	8.4%	15%	30%
新建装配式房屋面积 (万平方米)	15,000	31,401	62,803
平均造价 (元/平方米)	2,231	2,231	2,231
装配式建筑行业规模 (亿元)	3,347	7,006	14,011
Cagr (2017-)	/	27.9%	19.6%

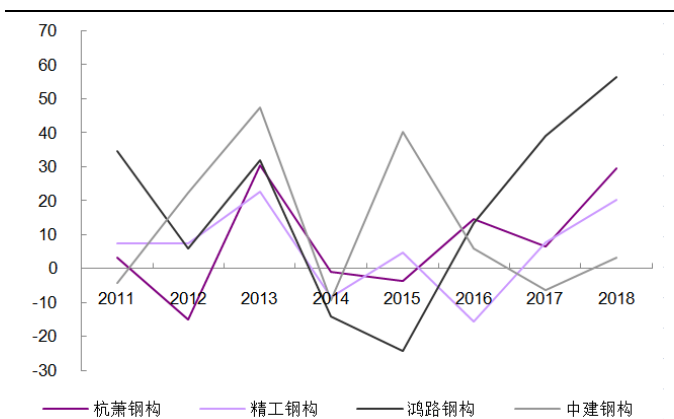
资料来源：《装配式建筑工程消耗量定额》(征求意见稿)，智研咨询，光大证券研究所测算

注：2020、2025 年房屋新开工面积以 2018 年房屋新开工面积为基数，假设后续年复合增速为 0%

2.3、空间巨大，钢结构将站上装配式风口

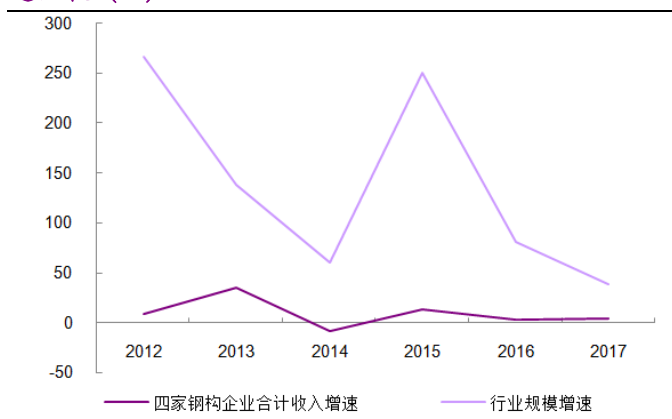
钢构有望借此次政策站上风口。钢构在公共建筑领域应用广泛，而 PC 则在住宅领域更受青睐。住宅建设占房建达 70%，前期钢构在此方向几无应用。参考主要钢构上市企业经营数据，钢构公司尚未享受装配式建筑行业高成长红利。考虑到此次住建部明确单独提出在试点地区住宅建设推广使用钢结构，随着后续配套政策逐渐落地，钢构有望突破天花板，将站上装配式建筑风口。

图 10：四大钢构企业收入增速 (%)



资料来源：杭萧钢构、精工钢构、鸿路钢构、中建钢构

图 11：四大钢构企业合计收入增速与装配式建筑行业增速比较 (%)

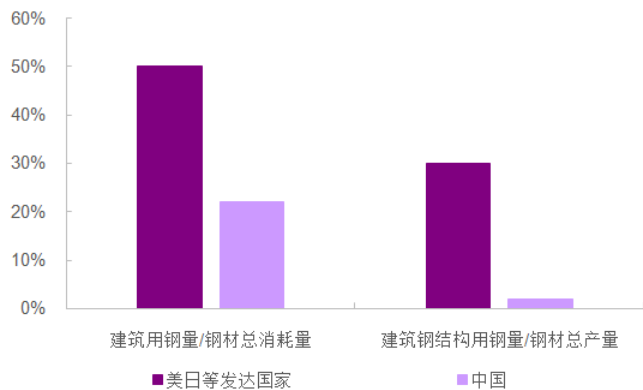


资料来源：杭萧钢构，精工钢构，鸿路钢构，中建钢构，智研咨询

对比国外，钢结构建筑占比有巨大提升空间。从三个角度可以直观感受我国钢结构装配式建筑与国外美日为代表的发达国家差距：1) 2017 年，中国建筑用钢量占钢材总消耗量比例约 22-26%，发达国家普遍在 50% 以上；中国建筑钢结构用钢量占钢材总产量比例不足 2%，发达国家则普遍为 30% 以上；

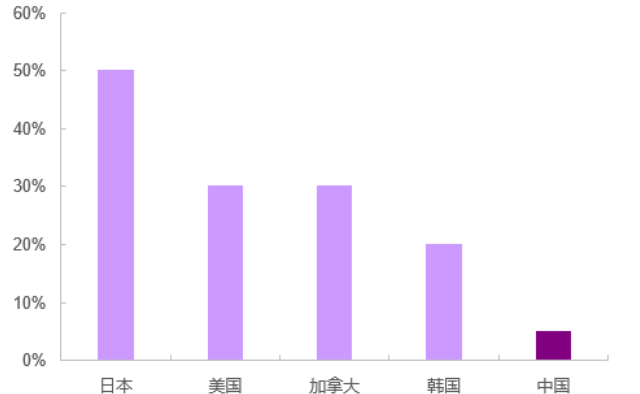
2) 2017 年，中国使用钢结构住宅占比不足 5%，发达国家则普遍在 20%，日本高达 50%。参照发达国家建筑现代化发展路径，我国钢结构建筑占比仍有巨大提升空间。

图 12：我国建筑钢结构用钢量较发达国家差距明显（2017 年）



资料来源：前瞻产业研究院

图 13：我国使用钢结构住宅占比较发达国家差距明显（2017 年）



资料来源：前瞻产业研究院

考虑到：1) 我国装配式建筑行业规模持续高增长；2) 政策推动钢结构装配式建筑试点部分地区保障性住房建设，短期有望推进钢构快速应用；3) 长期来看钢结构装配式建筑造价劣势将逐渐消失，短期价格劣势可通过政府补贴弥补（参考 19 年 4 月 13 日外发报告《往后，对钢构更乐观——装配式建筑行业深度研究》）；4) 对比发达国家，我国钢结构建筑占比提升空间大；我们认为钢结构装配式建筑空间广阔，发展将提速，看好行业长期成长性。

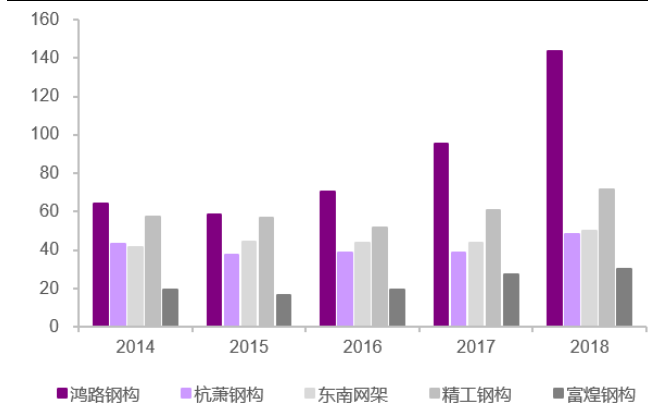
3、公司核心竞争优势

公司钢结构产能仍在扩张，产能优势持续扩大，预计产能利用率将维持高位；公司近年聚焦钢结构制作业务，经营性现金流大幅改善，工程业务积极向总承包转型，与钢结构制作有望相互促进；公司有望充分享受行业成长的红利。此外，公司重视研发投入，借力地方政府合作，新增产能资本开支压力相对较小，政府补助短期料可持续，预计其占营业利润比例将逐渐下降。

3.1、钢结构产能优势持续扩大，产能利用率高

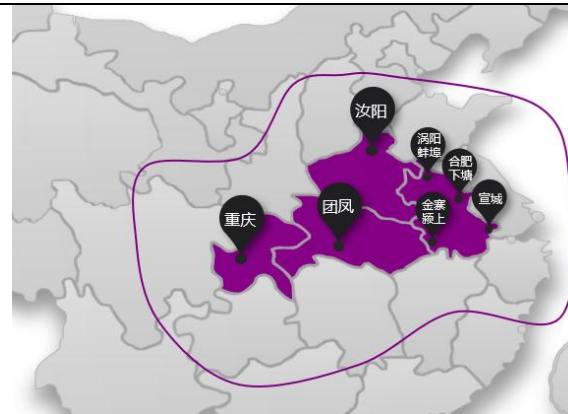
加快新增产能投放扩大产能优势，需求旺盛产能利用率维持高位。2016 年起，公司加大生产基地建设力度，重庆基地/金寨基地/涡阳基地陆续投产。17/18 年分别新增钢结构产能 35.0/48.4 万吨，18 年底产能达到 160 万吨，生产厂房面积超 200 万平米。参考钢结构运输半径（700 公里左右），公司已形成覆盖我国大部分地区的十大生产基地，产能在钢结构上市可比公司（精工钢构/富煌钢构/杭萧钢构/东南网架等）中居于首位，预计 19 年产能将进一步提升至 220-250 万吨，助产能优势进一步扩大，大订单（尤其有工期要求的订单）承接能力/竞争优势显著增强。公司产能利用率近年维持较高水平，17 年/18 年/1H19 产能利用率分别为 93.5%/89.7%/88.3%，考虑到装配式建筑大力发展支撑钢结构旺盛需求，预计公司产能利用率将维持高位（图 31）。

图 14: 公司及主要竞争对手钢结构产量 (万吨, 14-18 年)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

图 15: 十大生产基地覆盖我国大部分地区 (18 年)



资料来源: 公司官网, 光大证券研究所整理

与地方政府合作新建产能基地, 政府补贴减轻资本开支压力。考虑到 2016 年以来中央积极推动绿色装配式建筑, 同时钢结构应用有助于化解钢铁产能过剩, 部分地方政府引进钢结构生产基地态度积极。公司新建钢结构生产基地基本以与地方政府合作为主, 先后与安徽六安/重庆南川/湖北团风/安徽蚌埠/安徽涡阳等地方政府签订绿色建筑产业项目合作协议, 享受政府各类优惠政策 (如补贴、税收减免/返还等), 新增产能资本投入压力相对较小。

表 3: 公司近年签订的地方政府的战略合作协议及内容

时间	地方政府	协议名称	协议主要内容
2016.09.29	重庆市南川区	《绿色生态城镇建设》	于南川南平工业园区设立钢结构装配式建筑的数字化示范工厂, 计划用地 300 亩以上, 包括钢结构、墙板及智能车库的数字化工厂; 政府保障房等项目建设三年内不低于 30 万平方米优先公司参与、土地保障等政府支持、优惠
2019.04.30		《二期项目投资合作协议》	于南川投资建设绿色建筑产业园二期项目, 计划用地 280 亩, 建设生产性厂房面积约 12 万平方米, 参与包括钢结构、墙板加工生产、智能立体停车库等业务; 政府建设道路、通讯、水、电等配套基础设施, 地方政府将根据项目实施情况给予一定金额产业扶持
2016.11.10	安徽省金寨县	《智慧城市停车系统及绿色建筑制造基地项目》	于金寨现代产业园区设立全国智慧城市智能停车和绿色建筑制造基地, 计划总建设用地 500 亩, 总建设资金 7.5 亿; 政府提供土地优惠、税收补贴、科研奖励等支持、优惠; 对公司开发建设的绿色装配式钢结构住宅示范工程和住宅小区, 比照浙江、深圳等国内省份或城市现行优惠奖补政策标准进行奖补
2017.02.15	团风县	《智慧城市停车系统及绿色建筑制造基地项目》	于湖北团风经济开发区设立智慧城市智能停车系统和绿色建筑制造基地。计划总建设用地 240 亩, 总建设资金 3.8 亿; 政府提供科研奖励、税收优惠、相关配套政策等支持、优惠;
2017.04.27	安徽蚌埠禹会	《关于绿色生态建筑产业项目》合作协议	于禹会区建立钢结构生产基地, 政府提供税收优惠、科研奖励、配套政策等支持、优惠
2017.05.23	重庆市南川区	《南川工业园区产业孵化器园厂房及配套设施项目建设投资合作协议书》	南川工业园孵化园定制化厂房及配套设施, 计划用地约 50 亩。建设定制化厂房及配套设施约 5 万平方米。项目投资额约 8000 万元; 政府给予土地保障/优惠、专项扶持奖励等支持、优惠

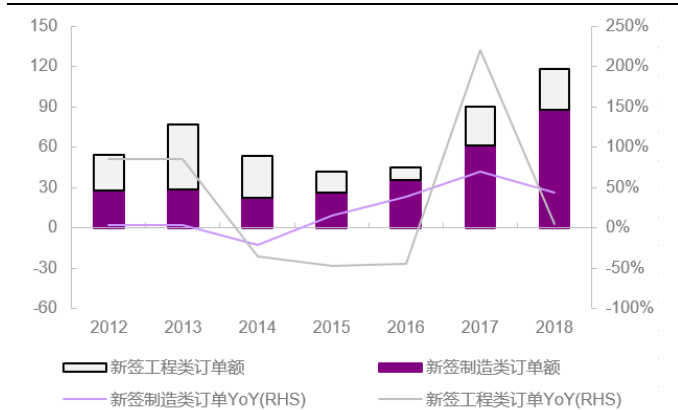
2017.06.19	《宣城绿色智能制造项目》	于宣城市设立智能制造基地, 计划一期用地 210 亩, 建设装配式钢结构及智能车库的数字化工厂, 在一期用地边预留二期用地 300 亩; 政府给予配套政策、税收优惠等支持、优惠
2019.02.22	《二期项目投资协议》	于宣城市投资建设智慧城市停车系统及绿色智能制造基地二期项目, 开展装配式钢结构及智能车库的研发/生产/销售, 计划用地约 366 亩; 政府给予配套基础设施建设、资质办理一站式服务、奖补政策及其他优惠、扶持政策
2017.07.31	汝阳县 《钢构绿建及智能制造项目战略合作协议》和《绿建产业园投资建设框架协议》	于汝阳建设钢结构生产基地, 项目总用地 600 亩, 建筑总面积 30 万平方米, 总投资建设资金约 4.5 亿人民币; 政府给予土地优惠、专项扶持基金奖励、税收优惠等支持、奖励
2016.07.16	《绿色生态建筑产业项目战略合作协议》	与安徽涡阳县政达成长期战略合作伙伴关系, 合作内容包括投资钢结构装配式住宅示范小区/参与县政府保障房建设/参与标准厂房开发建设/建设包括钢结构、墙板、智能车库等的绿色建筑生产基地; 县政府设立转系那个扶持公司发展的奖励资金, 扶持公司企业发展
2017.05.17	安徽涡阳 《涡阳高新(阳港)现代产业园标准化厂房及配套设施》	共同开发建设涡阳高新(阳港)现代产业园, 规划用地约 1000 亩, 建筑总面积 68 万平方米, 总建设资金约 12.5 亿元; 厂房建成后由政府租赁, 允许公司在合适时机分期分批分割出让厂房; 县政府设立专项扶持公司发展的奖励资金, 同时给予其他优惠
2017.12.06	《绿色装配式建筑产业园项目投资合作协议书》	公司于涡阳建设绿色装配式建筑产业园, 总规划投资约 20 亿元; 产业园主要项目包括焊丝/薄壁轻钢别墅/立体车库/装配式建筑/钢结构等; 县政府将此项目列为县重点项目, 一事一议, 享有县域最优惠税收政策; 公司自建厂房, 县政府给予 15 元/月/平方米折旧补贴, 为期三年; 各类设备投资按投资 15% 给予一次性补贴
2019.03.05	《绿色琥珀配饰建筑产业园重钢项目》/《绿色装配式建筑产业园油漆项目》等投资协议书	为《绿色装配式产业园项目投资合作协议书》的细化协议
2018.09.15	安徽颍上 《绿色装配式建筑产业园项目投资合作协议书》	于颍上县投资建设绿色装配式产业园项目, 计划投资超 15 亿, 规划用地面积约 1,000 亩, 主要项目包括钢结构装配式建筑部品部件、PC 预制构件、钢结构智能制造及开平剪切、起重机制造等; 政府为公司提供“一站式”服务, 协助办理相关手续, 为县重点项目, 将为公司积极争取上级扶持资金、贴息贷款等优惠、奖励

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

3.2、战略转型：制作类业务为重心，工程向总承包转型

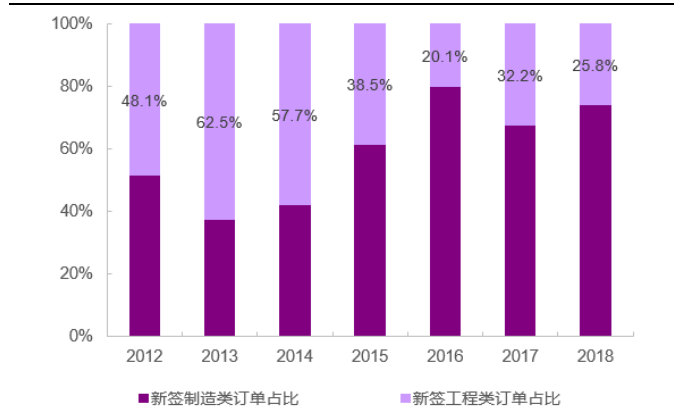
公司 14 年开始调整发展战略，制造类订单渐成公司发展重心。为缓解现金流压力，提升公司运营效率，公司 14 年起开始进行战略调整，钢结构订单方面侧重制造类订单。制造类相较工程类订单具有下订单需订金锁定、款到发货等特点，有助于提升公司现金回笼能力、效率。14 年以来，公司新签制造类订单增速明显高于工程类订单，新签订单中制造类订单占比逐年提升，2018 年新签订单中制造类占比达到 74.2% (vs 2013 年制造类订单占比为 37.5%)，公司经营性现金流情况改善明显，经营性现金流净额/净利润由 13 年的 -1.0 提升至 1H19 的 2.5。

图 16: 公司调整战略, 新签制造类订单额 (百万元) 增速快于新签工程类订单额增速



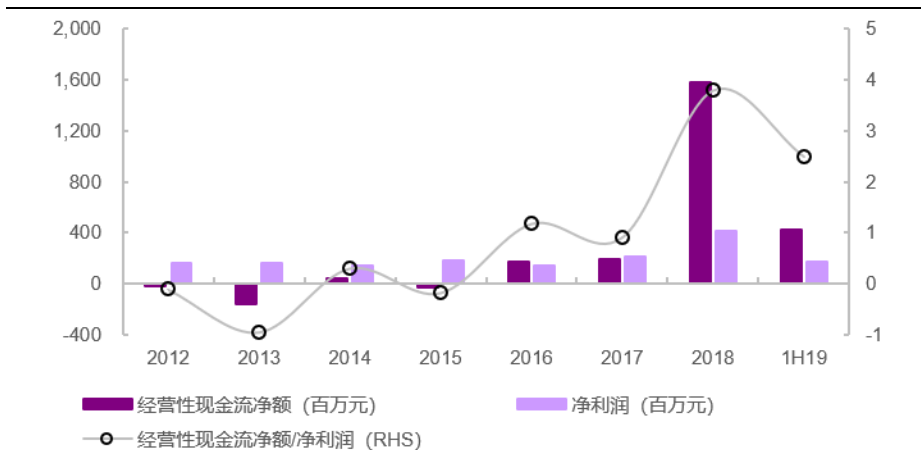
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

图 17: 新签制造类订单占比逐渐提升



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

图 18: 随着制造类订单占比提升, 公司经营性现金流持续改善



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

工程类业务由分包向总包转型, 业绩增量值得期待。考虑到分包业务附加值较低, 公司自 14 年起工程类订单由分包向总承包转型, 公司 2014 年成为钢结构房建筑施工总承包壹级资质试点单位, 2015 年获批“国家装配式建筑产业基地”认证。总承包业务具有潜在市场规模大、技术含量高、回款有保障、利润相对稳定, 公司目前总承包业务主要基于与地方政府的合作, 17 年 8 月以来公司新签总包合同金额约 27.8 亿 (截止 1H19 末); 2018 年公司装配式建筑业务收入达到 13.24 亿元, 占总营收 16.8%, 为首次单独披露该业务业绩; 1H19 该部分收入为 6.7 亿, 占总营收 14.1%。公司钢结构总承包业务依托公司钢结构产能优势, 二者相互促进, 总包业务作为公司业绩增量值得期待。

表 4：17 年 8 月以来公司参与、新签的重要总承包项目

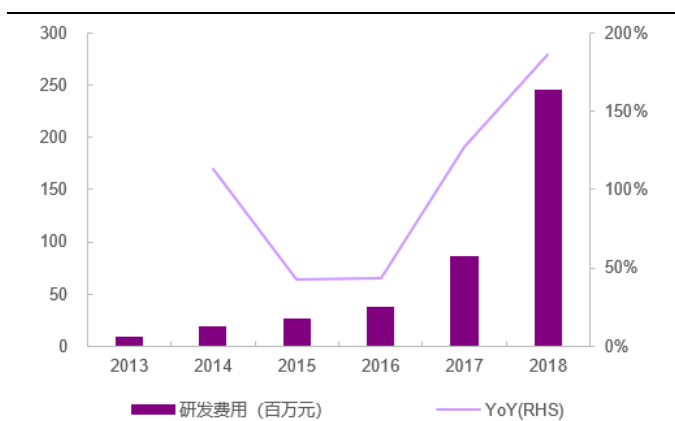
时间	项目情况	合同估价(亿元)	开工进度
2017.08	衢州市柯城同创智谷中小企业孵化园建设 EPC 总承包项目	1.19	完成 62%
2017.09	金梧桐创业园标准化厂房三期、四期建设 EPC 总承包	2.46	已完工
2017.09	南川工业园区南平组团杉树林安置还房 EPC 总承包项目	1.08	完成 80%
2017.12	彩金湖标准化厂房工程(宛陵科创城一期) EPC 总承包项目	5.20	完成 34%
2018.05	茶花现代家居用品滁州厂房建设总承包项目	1.09	完成 60%
2018.05	关于北城创业创新中心设计与施工一体化项目	1.73	完成 65%
2018.07	绿洲凤栖苑保障房工程二标段项目	3.25	完成 5%
2018.08	中共汝阳县党校新校区建设 EPC 总承包项目	1.70	完成 25%
2018.12	柴油机厂棚户区安置房(B 地块) EPC 总承包项目	4.57	未开工
1Q19	浙南科技城学校建设工程采购施工总承包项目	2.40	未知
2Q19	阜阳市颍泉区棚户区改造抱龙安置区产业化工程(二期)设计与施工一体化总承包项目	3.12	未知
合计		27.79	

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理
注：开工进度截止 18 年末

3.3、重视研发投入，政府补贴短期料可持续

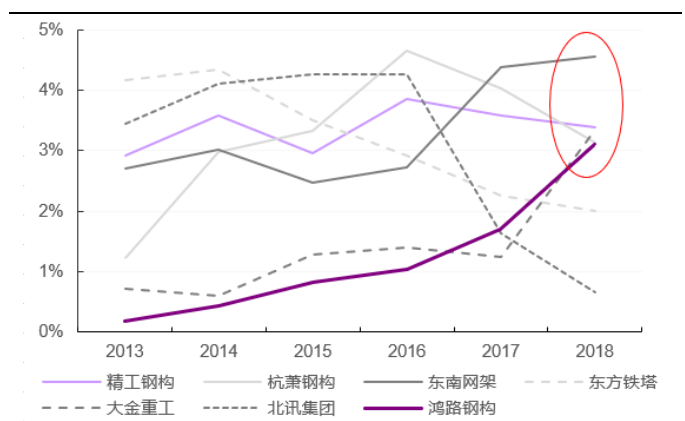
研发投入力度持续加强，进入行业第一梯队，降本增效明显。公司近年来研发投入力度持续加大，13-18 年研发费用 Cagr 为 95.3% (vs 同期营收 Cagr 9.8%)，推动研发费用/营收占比持续提升，2018 年研发费/营收达到 3.1%，进入行业第一梯队。研发投入主要用于钢构生产线智能化改造/钢结构住宅体系研发等，主要成果包括 PSPC (预制钢结构+预制混凝土) 装配式建筑技术体系，实现标准化设计/模块化生产/装配化施工/一体化装修，已成功应用于蚌埠大禹家园保障房，装配率达 85%，为国家装配式建筑示范项目；公司设立国内首家钢结构焊接研究所，研发的焊接机器人技术国内领先，在提升生产效率/降低成本方面效果明显。公司业界影响力提升明显，参与制定十余项国家/行业标准。

图 19：公司研发投入持续高增长



资料来源：公司公告

图 20：公司研发费/营收进入行业第一梯队



资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

注：东南网架近年研发费用/营收持续提升与公司布局化纤业务关系较大

图 21：公司装配式建筑体系



资料来源：公司官网，公司公告，光大证券研究所整理

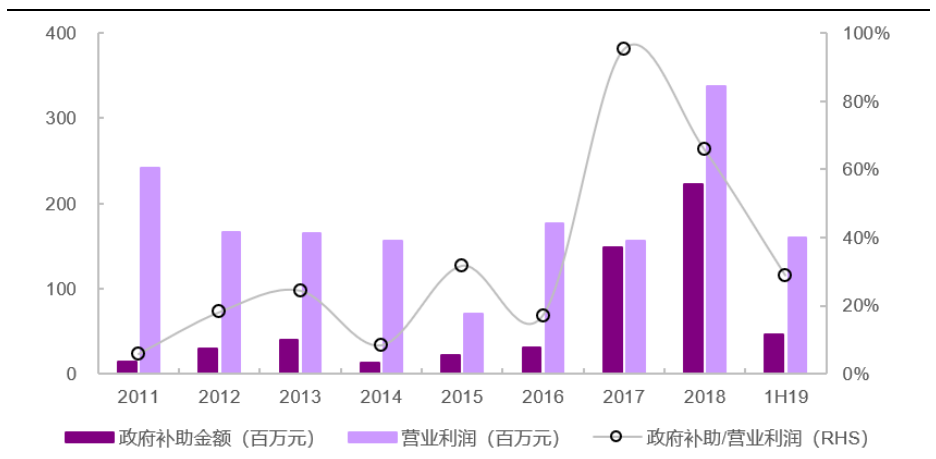
表 5：公司参与的国家/地方行业标准及技术标准

公司参与的国家/地方行业标准及技术标准
国家标准 GB50017-201X 《钢结构设计规范》（已公示）
国家标准《装配式钢结构建筑技术标准》，编号为 GB/T51232-2016
钢结构住宅技术标准 JGJ 行业标准
装配式钢结构技术规范 GB 国标
分层装配式支撑结构房屋技术规程 CECS 规范
高层钢结构住宅技术规程（DB34/T5001-2014）安徽省地方标准
主持、参与编制安徽省地方标准数十项
编制企业标准 46 项

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

地方政府协同助力产能扩张，政府补助短期料可持续，但占营业利润比例将逐渐下降。近年来公司陆续与涡阳、南川、金寨等地方政府通过建立战略合作，合作内容中公司承诺于地方进行包括钢结构制作产能建设在内的投资建设，地方政府提供土地优惠/贴息贷款/现金补助等优惠。11年以来，公司获得多项政府补助，17年起明显增多。18年公司新获得政府补助4.2亿，大部分通过分期或递延收益计入财报，18年计入利润表的政府补助合计2.2亿（分布于营业外收入和其他收益科目），占当期营业利润比例达65.8%，占比较17年下降29.4pcts。考虑到19年仍有相当数额的新收到政府补助（截止19年6月底，19年公司收到政府补助约2.6亿），公司产能扩张仍在持续，地方政府合作层面有望继续加深、拓展，我们预计政府补助短期可持续，但随着利润水平扩张，报表中政府补助占营业利润比例将呈下降趋势（1H19占比为28.9%，同比-31.3pcts）。

图 22：公司当期计入利润表的政府补助及占营业利润比例



资料来源：公司公告，光大证券研究所

表 6：公司近年收到地方政府补助明细

日期	发放补贴 地方政府	补贴内容	公告政府补贴 (万元)	确认方式	当期确认补助 (万元)
2011/5/20	湖北省团风县	基础设施配套补助	4,208	递延计入	
2011/8/16	湖北省团风县	基础设施配套补助	1,539	计入当期损益	
2011 合计			5,747		1,410
2012 合计					3,001
2013 合计					4,034
2014 合计					1,305
2015/12/12	湖北省团风县	扶持企业发展基金	1,451	计入当期损益	
2015 合计			1,451		2,224
2016/12/27	安徽省涡阳县	支持绿色建筑产业项目	1,622	计入当期损益	
2016 合计			1,622		3,027
2017/1/10	重庆市南川区	支持绿色建筑产业项目	1,200	计入当期损益	
2017/1/19	重庆市南川区	支持绿色建筑产业项目	545	计入当期损益	
2017/1/23	安徽省涡阳县	支持绿色建筑产业项目	4,554	计入当期损益	
2017/4/15	安徽省涡阳县	支持公司“650 亩光机电聚集区标准厂房”建设项目	1,717	计入当期损益	
2017/9/29	安徽省涡阳县	支持绿色建筑产业项目	1,515	计入当期损益	
2017/9/29	安徽省涡阳县	支持绿色建筑产业项目	2,980	计入当期损益	
2017/10/10	湖北省团风县	扶持企业发展基金	544	计入当期损益	
2017 合计			13,054		14,865
2018/2/14	安徽省涡阳县	支持公司在涡阳的绿色装配式建筑产业园项目	3,000	计入当期损益	
2018/5/17	安徽省涡阳县	支持公司在涡阳的绿色建筑产业项目的发展	2,330	计入当期损益	
2018/5/17	安徽省涡阳县	支持公司在涡阳的绿色建筑产业项目的发展	2,600	计入当期损益	
2018/5/17	安徽省涡阳县	自建厂房，厂房租金补贴政策，为期三年的补贴	5,000	分批分期计入	
2018/6/15	安徽省金寨县	支持公司在金寨县的绿色建筑产业项目的发展	2,556	计入当期损益	
2018/7/5	安徽省宣城市	支持公司在宣城市的绿色智能制造项目的发展	518	计入当期损益	
2018/7/10	安徽省涡阳县	自建厂房，给予为期三年的补贴	1,000	分批分期计入	
2018/7/26	安徽省涡阳县	支持公司在涡阳的绿色建筑产业项目的发展	5,592	计入当期损益	
2018/8/4	安徽省涡阳县	自建厂房，给予为期三年的补贴	5,386	分批分期计入	
2018/8/7	安徽省禹会区	支持公司在蚌埠市《绿色生态建筑产业项目》的发展	1,089	计入当期损益	
2018/8/15	安徽省金寨县	支持公司在金寨县的绿色建筑产业项目的发展	956	计入当期损益	
2018/8/24	河南省汝阳县	支持公司在汝阳《钢构绿建及智能制造项目》的发展	4,000	计入当期损益	
2018/9/7	河南省汝阳县	支持公司在汝阳《钢构绿建及智能制造项目》的发展	1,320	计入当期损益	

2018/11/29	安徽省涡阳县	自建厂房,给予为期三年的补贴	1,000	分批分期计入
2018/12/8	安徽省长丰县	合肥市工业技术改造项目补助	626	递延计入
2018/12/19	安徽省涡阳县	自建厂房,给予为期三年的补贴	5,000	分批分期计入
2018 合计			41,974	22,206
2019/1/23	安徽省涡阳县	自建厂房,给予为期三年的补贴	5,000	分批分期计入
2019/2/12	安徽省涡阳县	自建厂房,给予为期三年的补贴	4,000	分批分期计入
2019/4/9	安徽省涡阳县	自建厂房,给予为期三年的补贴	4,000	分批分期计入
2019/4/17	安徽省金寨县	支持公司在金寨县的绿色建筑产业项目的发展	525	计入当期损益
2019/5/7	安徽省禹会区	支持蚌埠市《绿色生态建筑产业项目》的发展	1,089	递延计入
2019/5/8	安徽省涡阳县	支持涡阳绿色装配式建筑产业园项目发展	1,000	分批分期计入
2019/5/16	重庆市南川区	支持公司在重庆市南川区《绿色建筑产业项目》的发展	500	递延计入
2019/5/24	安徽省涡阳县	支持涡阳的绿色装配式建筑产业园项目发展	1,000	分批分期计入
2019/5/25	安徽省涡阳县	支持涡阳的绿色装配式建筑产业园项目发展	607	计入当期损益
2019/5/30	安徽省颍上县	支持颍上县《绿色装配式建筑产业园项目》发展	3,000	计入当期损益
2019/6/5	重庆市南川区	支持重庆市南川区《绿色建筑产业项目》的发展	1,000	递延计入
2019/6/14	安徽省颍上县	支持颍上县《绿色装配式建筑产业园项目》发展	3,236	计入当期损益
2019/6/28	安徽省涡阳县	支持公司在涡阳的绿色装配式建筑产业园项目的发展	1,351	分批分期计入

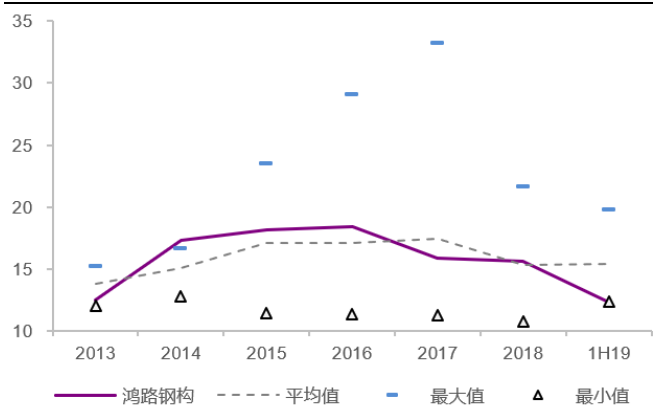
资料来源:公司公告,光大证券研究所整理

4、财务分析

公司收入/毛利主要来源为钢结构业务,1H19 钢结构业务营收、毛利分别占总营收、总毛利比例分别为 90.3%、71.6%。我们选择了 4 家主要业务为钢结构工程/制作的可比公司——杭萧钢构、精工钢构、富煌钢构以及东南网架。并将公司关键财务指标与其他 4 家公司的最大值/最小值/均值进行比较。

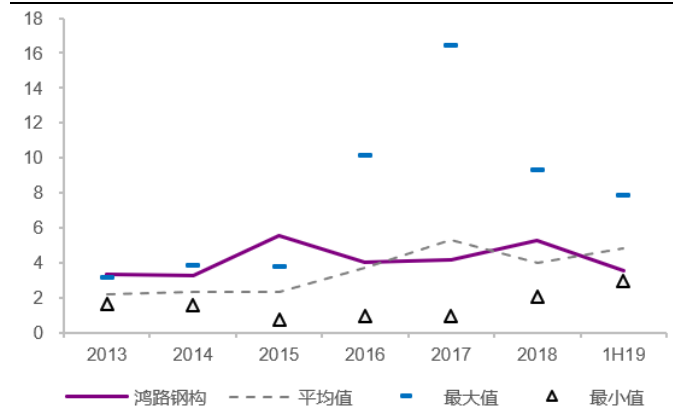
1H19 盈利能力下降,期间费用率大幅降低。公司毛利率近年呈轻微下降趋势,与产能扩张、钢价处于高位有关。公司 1H19 年毛利率 12.3%,同比下降 5.6pcts,较可比公司均值低 3.1 pcts,处于阶段低点,判断下半年随着工程收入陆续确认、当前钢价开始下跌,下半年有望回升;同期净利率 3.5%,同比降低 1.6pcts,较可比公司低 1.3pcts。1H19 公司期间费用率 6.4%,低于可比公司均值 3.6pcts,源于规模效应逐渐显现及现金流改善带动财务费用率降低,判断后续仍有下降空间,叠加毛利率改善,料 2H19 净利率将回暖。

图 23: 公司销售毛利率与同行比较 (% , 13-1H19)



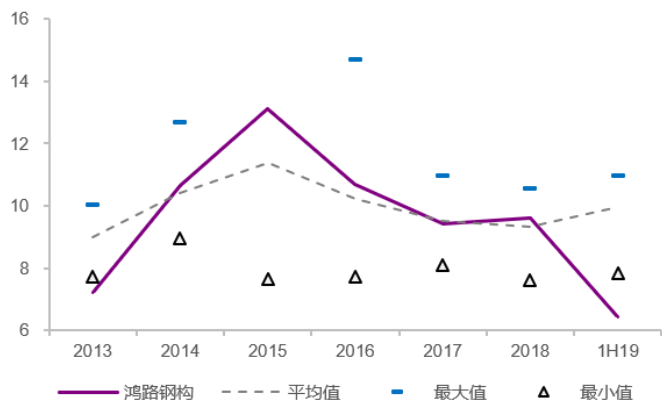
资料来源:各公司公告,光大证券研究所

图 24: 公司销售净利率与同行比较 (% , 13-1H19)



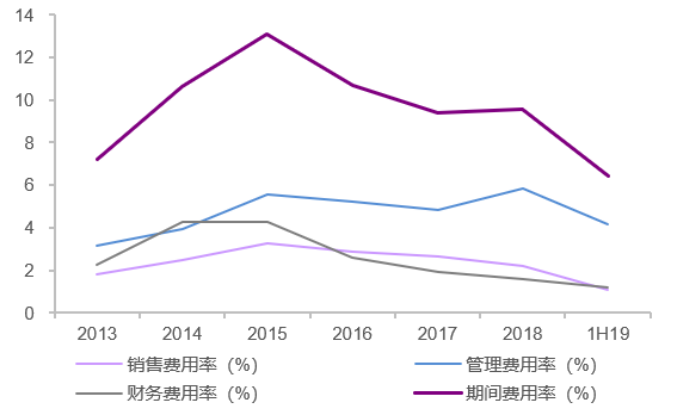
资料来源:各公司公告,光大证券研究所整理

图 25: 公司期间费用率与同行比较 (% , 13-1H19)



资料来源: 各公司公告, 光大证券研究所整理

图 26: 公司历年三费情况 (% , 13-1H19)

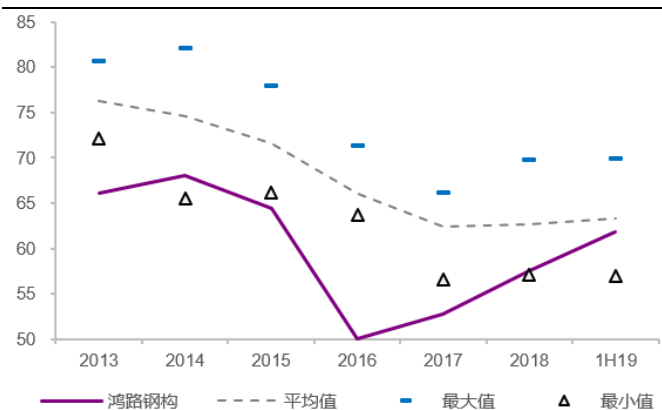


资料来源: 各公司公告, 光大证券研究所整理

注: 管理费用率为含研发费用口径

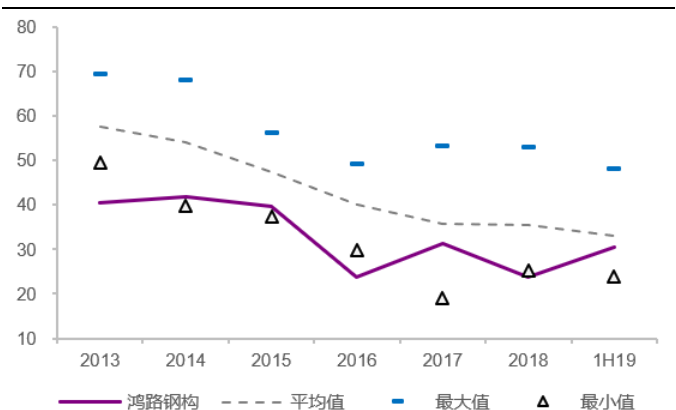
负债率持续攀升但低于可比公司均值, 有息负债占资本投入比例基本稳定。截止 1H19 末, 公司资产负债率为 61.9%, 较可比公司平均值低 1.4pcts, 资产负债率近年呈上升趋势主要源于公司预收账款增长较快。截止 1H19 末, 公司有息负债/全部资本投入为 30.4%, 近年基本稳定, 在可比公司中处于较低水平, 低于可比公司均值 2.6pcts。

图 27: 公司资产负债率与同行比较 (% , 13-1H19)



资料来源: 各公司公告, 光大证券研究所整理

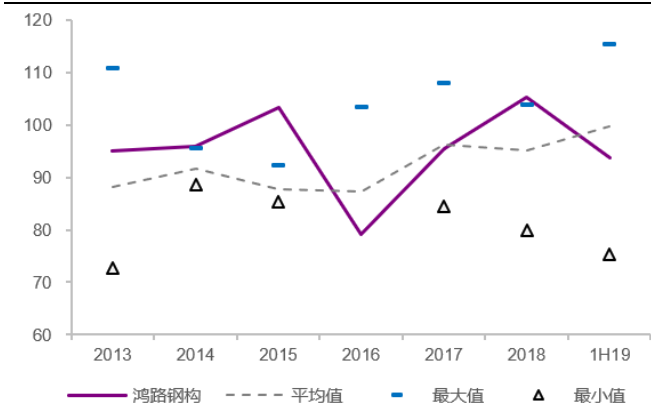
图 28: 公司有息负债/全部资本投入与同行比较 (% , 13-1H19)



资料来源: 各公司公告, 光大证券研究所整理

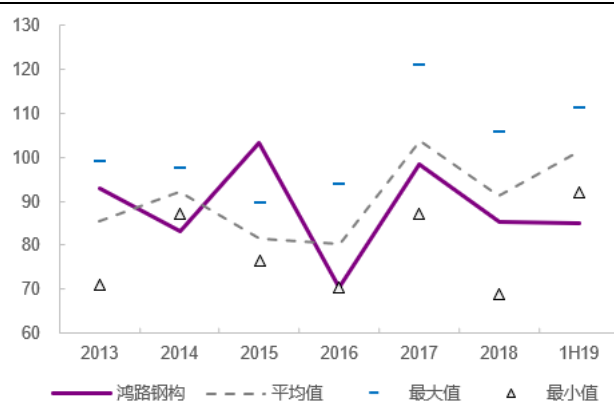
收现比阶段性下降, 供应商占款能力较强。1H19 公司收现比 93.7%, 同比 -9.8pcts, 主要源于销售收款中应收账款及票据收款增加, 低于可比公司均值 6.0pcts。公司近年经营现金回笼能力总体呈上升趋势, 与公司近年持续加强回款力度、实行订单签约预收款/交货付尾款机制有关, 判断 2H19 有望回升。1H19 公司付现比为 84.9%, 较可比公司均值低 14.3pcts, 供应商占款能力较强。

图 29：公司收现比与同行比较（%，13-1H19）



资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

图 30：公司付现比与同行比较（%，13-1H19）



资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

5、盈利预测

公司收入来源主要可以分为三部分：钢结构业务、围护产品及其他业务。其中钢结构业务为公司核心业务，2018 年收入占比达 92.1%。钢结构业务大体可分两类，分别是钢结构制作、钢结构工程。其中钢结构制造业务核心成本为钢铁原材料，定价模式为钢价+加工费（按照一定利润率计算），实际为操作方面，往往采取固定加工费模式，通常为 800-1100 元/吨。钢结构工程业务公司近年来总包项目占比持续提升，拓展力度加码，未来贡献值得期待；毛利率角度，钢结构工程业务高于制造业务。

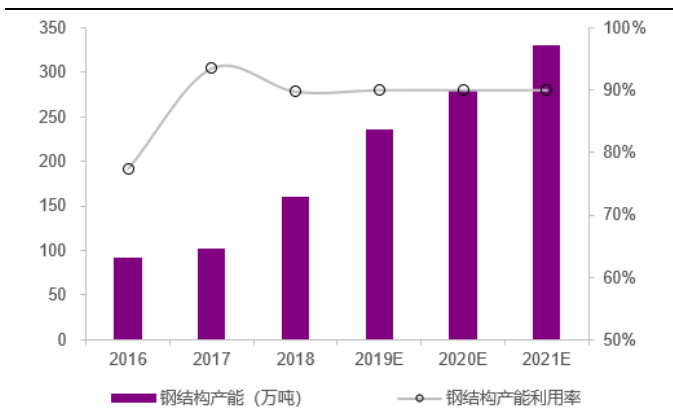
关键假设：

- 1) 参考公司产能扩张规划及在手工厂建设项目，2019-2021 年钢结构产能 235/280/330 万吨；产能利用率维持 17 年-1H19 较高水平，假设 19-21 年保持为 90%；考虑公司钢结构对外销售占产量比例过去维持较高水平（17 年/18 年/1H19 分别为 94.8%/92.7%/95.2%），假设 19-21 年钢结构对外销量占产量比例为 95%。
- 2) 参考上交所螺纹钢期货结算价，18 年螺纹钢均价为 3,827 元/吨，参考光大钢铁组对未来钢铁行情判断，预计 19-21 年螺纹钢均价为 3600/3550/3500 元/吨。材料加工费假设为 900 元/吨。
- 3) 结合在建工程进度及公司扩产规划，我们预计公司 19-21 年固定资产投资为 10.0/8.8/7.5 亿元。考虑固定资产（主要为房屋及建筑物、机器设备）、无形资产（主要为土地使用权）规模及折旧摊销会计政策，我们预计 19-21 年固定资产折旧+无形资产摊销为 2.0/2.7/3.3 亿，假设按收入结构计入营业成本。据此计算 19-21 年钢结构制作业务中折旧摊销占收入比例分别为（1.8%/2.1%/2.3%）
- 4) 假设 17/18 年钢结构制作业务毛利率较钢结构工程业务毛利率低 1.5 pcts，据此计算，17/18 年钢结构制作、工程毛利率分别为 13.5%/12.2%、15.0%/13.7%。钢结构制作业务营业成本中假设除原材料、折旧摊销（仅

考虑固定资产、无形资产)外其他成本占收入比例微幅下降(产能扩大致规模效应),19-21年占比分别为5.1%/5.0%/5.0%,据此测算19-21年钢结构制作业务毛利率分别为13.1%/13.1%/13.2%。考虑到工程项目中总包项目占比提升,钢结构工程业务19-21年毛利率假设为14.5%/15.0%/15.0%。

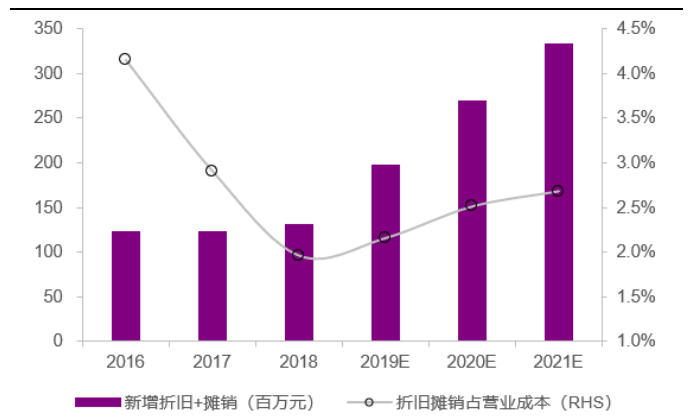
- 5) 围护产品及其他业务收入增速假设保持稳定。
- 6) 营业外收入仅考虑政府补助,且假设中当期确认政府补助均计入营业外收入,参考公司产能扩张规划及已收到政府补助情况,假设19-21年营业外收入分别为2.3/1.7/1.8亿元。

图 31: 公司钢结构产能及产能利用率预测



资料来源:公司公告,光大证券研究所预测

图 32: 公司折旧摊销(固定资产+无形资产)预测



资料来源:公司公告,光大证券研究所预测

注:折旧摊销仅考虑固定资产/无形资产,且假设均计入营业成本

我们预计公司19-21年公司营业收入分别为107.1/125.4/145.0亿元, YoY 分别为36.0%/17.1%/15.6%;毛利润分别为16.0/18.5/21.2亿元, YoY 分别为29.9%/15.7%/14.6%;归母净利润分别为5.3/6.0/6.8亿元, YoY 分别为28.5%/12.3%/12.8%。剔除政府补助后,我们预计公司19-21年归母净利润分别为3.6/4.7/5.4亿元。

表 7：分业务业绩预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,032.9	7,874.5	10,707.5	12,541.9	14,496.7
YoY	39.0%	56.5%	36.0%	17.1%	15.6%
钢结构业务	4,322.0	7,252.6	10,085.5	11,920.0	13,874.8
YoY	48.4%	67.8%	39.1%	18.2%	16.4%
其中：钢结构制作	3,952.9	6,293.7	9,041.6	10,653.3	12,414.6
其中：钢结构工程	369.1	958.9	1,043.9	1,266.7	1,460.2
围护产品	188.7	150.2	150.2	150.2	150.2
YoY	-8.2%	-20.4%	0.0%	0.0%	0.0%
其他业务	522.1	471.7	471.7	471.7	471.7
YoY	3.8%	-9.7%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利润	798.0	1,229.8	1,598.2	1,849.4	2,118.9
YoY	19.8%	54.1%	29.9%	15.7%	14.6%
综合毛利率	15.9%	15.6%	14.9%	14.7%	14.6%
钢结构业务	13.6%	12.4%	13.2%	13.3%	13.4%
其中：钢结构制作	13.5%	12.2%	13.1%	13.1%	13.2%
其中：钢结构工程	15.0%	13.7%	14.5%	15.0%	15.0%
围护产品	15.5%	20.1%	20.0%	20.0%	20.0%
其他业务	34.6%	63.3%	50.0%	50.0%	50.0%
归母净利润	209.5	416.1	534.7	600.7	677.1
YoY	43.7%	98.6%	28.5%	12.3%	12.8%
归母净利率	4.2%	5.3%	5.0%	4.8%	4.7%
归母净利润(剔除政府补助)	104.5	253.0	360.3	468.1	541.9
YoY	-12.0%	142.1%	42.4%	29.9%	15.8%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

注：除百分比外，其余单位均为百万元

6、估值水平与投资评级

6.1、绝对估值

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 8.92%。

基于 FCFF 估值法，在增长区间 (1.5%-2.5%) 之间，WACC (8.42%-9.42%) 之间，得到合理目标价区间为 9.84-13.84 元。在长期增长率为 2%，WACC 为 8.92% 时得到绝对估值目标价 11.55 元。

表 8：FCFF 基本假设及估值

关键假设	
WACC	8.91%
长期增长率	2.00%
FCFF 估值	
第一阶段现金流贴现 (人民币, 百万)	872.5
第二和第三阶段现金流贴现 (人民币, 百万)	6,379.2
核心价值 (人民币, 百万)	7,251.7
非经营性净资产价值	199.2
债务价值 (人民币, 百万)	1,400.0
少数股东权益 (人民币, 百万)	0.0
总股本价值 (人民币, 百万)	6,050.9
全面摊薄加权平均股数 (百万)	523.7
每股价值 (元)	11.55

资料来源：光大证券研究所预测

注：截止时间 2019/10/09

表 9：FCFF 敏感性分析 (元)

敏感性分析	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
7.42%	14.58	15.54	16.68	18.05	19.72
7.92%	12.98	13.76	14.66	15.74	17.03
8.42%	11.61	12.25	12.98	13.84	14.85
8.92%	10.43	10.95	11.55	12.25	13.06
9.42%	9.40	9.84	10.33	10.90	11.55
9.92%	8.49	8.86	9.27	9.74	10.28
10.42%	7.70	8.01	8.35	8.74	9.19

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 2019/10/09

6.2、相对估值

根据盈利预测，我们预计公司 19-21 年 EPS 分别为 1.02/1.15/1.29 元（剔除政府补助后为 0.69/0.89/1.03）。可比公司 2019 年 PE 均值为 17.7 倍，PE 中位数为 16.2 倍。公司目前 PE(TTM)、PB 均处于 5 年来低点，我们认为钢结构行业发展有望站上“风口”，公司产能优势有望持续扩大，公司聚焦钢结构制造现金流无忧，钢结构工程业务向总承包转型利于对公司盈利能力提升产生正向贡献，双轮驱动格局初现，协同效应值得期待，给予公司 2019 年目标 PE 16x，考虑到政府补助未来的不确定性，使用剔除政府补助后的盈利预测，相对估值法给予目标价 11.04 元。

表 10：可比公司估值表

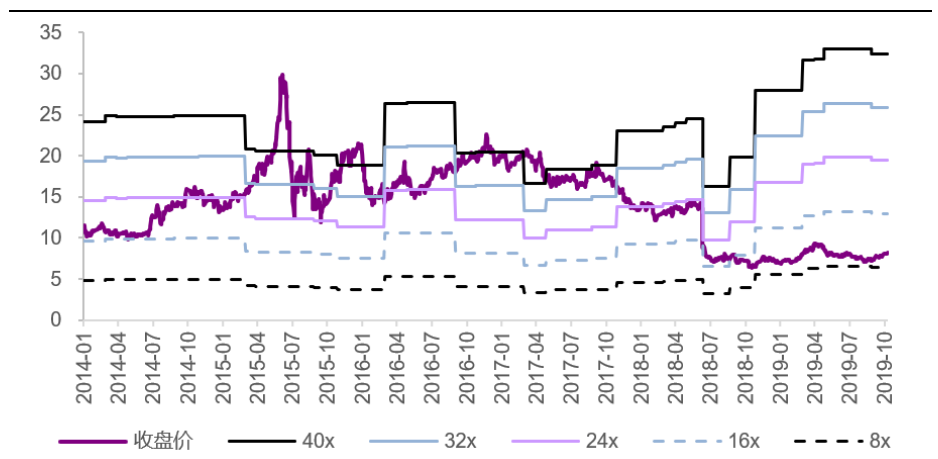
公司名称	代码	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)			P/E			P/B	
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E
杭萧钢构	600477.SH	2.83	61.0	0.32	0.24	0.26	8.9	11.9	10.9	1.56	1.75
精工钢构	600496.SH	2.66	48.0	0.11	0.21	0.28	24.3	13.0	9.5	0.99	0.94
富煌钢构	002743.SZ	6.71	22.1	0.25	0.34	0.54	26.8	19.5	12.4	1.10	1.03
东南网架	002135.SZ	5.47	56.5	0.17	0.21	0.26	32.2	26.3	21.3	1.40	1.33
平均值							23.1	17.7	13.5	1.26	1.26
中位数							25.6	16.2	11.6	1.25	1.18
鸿路钢构	002541.SZ	8.27	42.1	0.48	0.69	0.89	17.1	12.0	9.3	0.98	0.88

资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所预测

注 1：除鸿路钢构 2019/2020 年数据源自光大证券研究所预测外，其他均来自 Wind 一致预期，股价截止 2019.10.09；

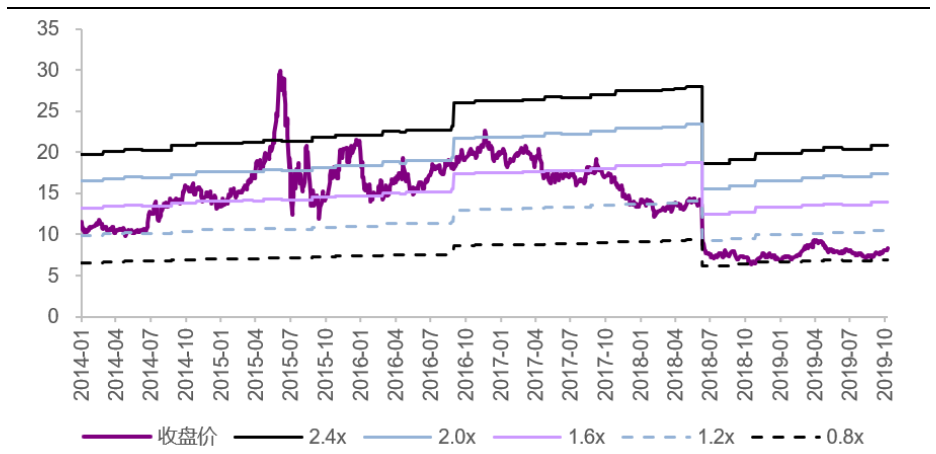
注 2：鸿路钢构盈利数据为剔除政府补助后数值

图 33：公司 PE_TTM 变动



资料来源：Wind，股价截止 2019.10.09，股价单位为元

图 34：公司历史 PB_LF 变动



资料来源：Wind，股价截止 2019.10.09，股价单位为元

6.3、估值结论与投资评级

我们判断钢结构装配式建筑行业具备长期成长性，受益政策催化短期发展提速值得期待。公司钢结构产能仍在扩张，相较同行产能优势持续扩大，预计产能利用率将维持高位。公司近年积极进行战略转型，聚焦钢结构制作，工程业务向总承包转型，二者相互协力、相互促进，双轮驱动格局初现，有望尽享行业成长红利。受益于战略转型，公司经营质量高，现金流充沛，盈利能力优于同行，负债水平较低。此外，公司通过与地方政府合作的模式进行产能扩张布局，新产能资本开支相对较小，政府补助短期料可持续。

我们预计 19-21 年公司 EPS 分别约人民币 1.02/1.15/1.29 元，剔除政府补助后为 0.69/0.89/1.03 元；当前股价对应的 19-21 年 PE（剔除政府补助后）分别约 12.0x/9.3x/8.0x。

我们认为，当前估值尚未充分反映公司所处行业成长性及公司作为钢结构制作龙头、协力工程业务转型的前景。结合 FCFF 估值（目标价 11.55 元）和相对估值法（目标价 11.04 元），首次覆盖给予目标价 11.04 元，（对应约 19-21 年 PE 分别为 16.0x/12.4x/10.7x），给予“买入”评级。

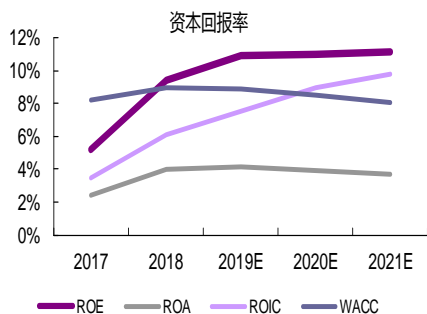
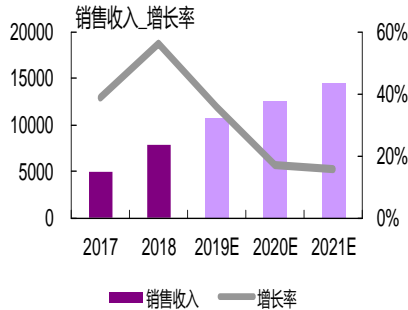
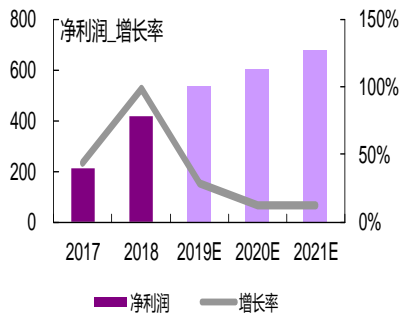
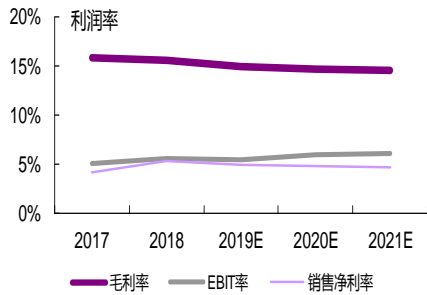
7、风险分析

政策推动力度不及预期：当前钢结构行业发展尤其是钢结构于住宅领域应用仍需政策支持、推动，若后续中央及地方配套政策推动力度弱于预期，行业发展或不及预期，影响市场供求及规模，进而对公司业绩产生影响。

产能扩张低于预期：公司业绩对钢结构产能及其允许的钢结构产量、销量相对依赖，若产能扩张低于预期，将影响公司业绩。

原材料价格大幅波动风险：公司产品主要原材料为钢材，钢价大幅波动或考验公司的定价模式（存在订单生成-锁定原材料间时间差），存在公司难以将价格波动风险转移至下游客户风险，进而影响公司业绩。

政府补助低于预期风险：18年公司确认政府补助2.2亿元，占当期公司营业利润65.9%，我们预计该比例未来将呈下降趋势。若后续政府补助大幅低于测算，会对公司业绩产生明显负面影响。



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,033	7,874	10,707	12,542	14,497
营业成本	4,235	6,645	9,109	10,693	12,378
折旧和摊销	133	168	197	269	332
营业税费	48	48	65	77	88
销售费用	134	173	236	276	319
管理费用	243	459	620	652	703
财务费用	97	123	131	159	198
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	-10	-1	0	0	0
营业利润	156	337	475	614	709
利润总额	282	537	690	775	874
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	210	416	535	601	677

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	8,527	10,421	12,841	15,386	18,215
流动资产	6,116	6,837	8,193	9,932	12,143
货币资金	1,044	1,068	1,565	2,588	3,884
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	1,586	1,612	1,596	1,644	1,901
应收票据	64	30	41	48	55
其他应收款	147	111	151	176	204
存货	3,087	3,689	4,372	4,919	5,446
可供出售投资	6	21	21	21	21
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	18	19	19	19	19
固定资产	1,495	2,202	3,026	3,660	4,111
无形资产	367	659	837	1,010	1,177
总负债	4,497	5,997	7,927	9,929	12,145
无息负债	2,666	4,612	6,466	7,768	9,083
有息负债	1,831	1,386	1,462	2,162	3,062
股东权益	4,030	4,423	4,914	5,457	6,070
股本	349	524	524	524	524
公积金	2,394	2,222	2,275	2,335	2,391
未分配利润	1,287	1,678	2,115	2,598	3,155
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	191	1,578	1,729	1,529	1,519
净利润	210	416	535	601	677
折旧摊销	133	168	197	269	332
净营运资金增加	608	-584	-482	-252	-47
其他	-761	1,578	1,480	912	556
投资活动产生现金流	-815	-1,365	-1,261	-1,075	-950
净资本支出	-803	-1,347	-1,200	-1,075	-950
长期投资变化	18	19	0	0	0
其他资产变化	-30	-37	-61	0	0
融资活动现金流	555	-461	30	568	727
股本变化	0	175	0	0	0
债务净变化	640	-445	76	700	900
无息负债变化	19	1,946	1,854	1,302	1,316
净现金流	-73	-246	498	1,022	1,296

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	38.98%	56.46%	35.98%	17.13%	15.59%
净利润增长率	43.74%	98.58%	28.50%	12.35%	12.73%
EBITDA 增长率	-2.34%	58.75%	28.08%	30.48%	19.34%
EBIT 增长率	-7.13%	76.29%	32.11%	28.45%	17.82%
估值指标					
PE	21	10	8	7	6
PB	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	11	9	7	5	4
EV/EBIT	17	12	9	7	6
EV/NOPLAT	23	16	12	9	8
EV/Sales	1	1	1	0	0
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	15.86%	15.62%	14.93%	14.75%	14.62%
EBITDA 率	7.65%	7.76%	7.31%	8.15%	8.41%
EBIT 率	5.00%	5.63%	5.47%	6.00%	6.12%
税前净利润率	5.61%	6.82%	6.44%	6.18%	6.03%
税后净利润率 (归属母公司)	4.16%	5.28%	4.99%	4.79%	4.67%
ROA	2.46%	3.99%	4.16%	3.90%	3.72%
ROE (归属母公司) (摊薄)	5.20%	9.41%	10.88%	11.01%	11.16%
经营性 ROIC	3.48%	6.13%	7.49%	8.93%	9.80%
偿债能力					
流动比率	1.39	1.27	1.35	1.36	1.42
速动比率	0.69	0.58	0.63	0.69	0.78
归属母公司权益/有息债务	2.20	3.19	3.36	2.52	1.98
有形资产/有息债务	4.40	6.94	8.11	6.58	5.52
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.40	0.79	1.02	1.15	1.29
每股红利	0.04	0.09	0.11	0.12	0.14
每股经营现金流	0.36	3.01	3.30	2.92	2.90
每股自由现金流(FCFF)	-1.85	-0.28	0.05	0.23	0.45
每股净资产	7.70	8.45	9.38	10.42	11.59
每股销售收入	9.61	15.04	20.45	23.95	27.68

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

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見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 2019 版权所有。

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