

# 装配式 PC 制造龙头，产能/盈利能力稳步提升



**东方证券**  
ORIENT SECURITIES

## 核心观点

- **渗透率有望提升，盈利门槛加速行业集中。**我国装配式建筑以装配式混凝土为主，相比传统建筑虽然建安成本偏高，但人工、进度、能耗等综合效益更好。近几年装配式住宅政策不断加码，重点推进地区渗透率超 20%，预计到 2023 年全国装配式建筑新建面积 CAGR+16%，渗透率达到 24%，可带动 PC 构件市场规模 CAGR+25%，到 2023 年超千亿。PC 制造行业整体盈利能力偏低，如何低成本满足定制化需求成企业难题；CR3 集中度超 30%，龙头管理和规模优势突出，成本管控能力强，市占率有望继续提升。
- **聚焦 PC 制造，护城河深厚。**20H1 公司 PC 制造产能 215 万 m<sup>3</sup>稳居全国第一，自营+联营模式推进全国布局，具备规模优势。通过 PC Maker 1 和 PC-CPS 等自研信息系统提高设计效率、降低成本，实现了管理流程的自动化和标准化，公司每天人均产量/年均毛利率达到 2m<sup>3</sup>/32%，同业平均只有 0.5m<sup>3</sup>/10%。16 年后公司业务聚焦 PC 制造，工程订单大幅缩减。借助信息化系统开展柔性生产，工厂可保持低库存模式，同时随着在手账期较长的工程订单逐步消化以及 PC 付款模式的改变，营运能力和现金流均有明显改善。
- **农村 C 端潜力大，产能利用率和盈利能力有望改善。**城乡融合和乡村振兴政策有望推动农村住宅市场发展，我们预计未来每年市场空间达 4 万亿。公司设立了主要面向农村 C 端消费者的远大美宅，销售模式更加灵活，有助于改善毛利率、现金流和产能利用率。19 年公司平均产能利用率 46%，主要受淡旺季需求差异以及新建产能爬坡影响，随着 C 端市场崛起以及爬坡期结束后未来存较大提升空间，同时单位制造费用下降有望带动盈利能力提升。

## 财务预测与投资建议

- 预计 20-22 年 EPS 为 1.50/2.04/2.58 元，CAGR+23.03%。公司具备产能规模优势，盈利能力和经营质量不断改善，市占率有望提升。参考可比公司平均估值，给予公司 2020 年 25X PE，对应目标价为 41.53 港元（1 港元 = 0.9029 人民币），首次覆盖给予“增持”评级。

## 风险提示

- 产能释放、政策推进不及预期，原材料价格波动，非经常损益不及预期

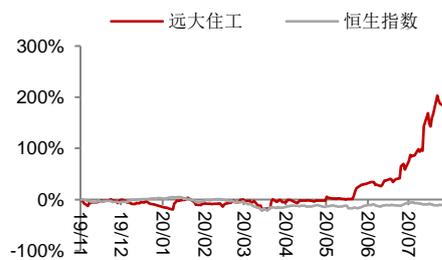
公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,269	3,373	4,113	5,558	6,966
同比增长	17.2%	48.5%	21.9%	35.2%	25.4%
营业利润（百万元）	257	520	661	954	1,283
同比增长	-15.7%	102.3%	27.1%	44.4%	34.5%
归属母公司净利润（百万元）	466	677	733	994	1,261
同比增长	176.9%	45.2%	8.3%	35.7%	26.8%
每股收益（元）	0.96	1.39	1.50	2.04	2.58
毛利率	31.9%	34.0%	34.3%	35.4%	36.2%
净利率	20.5%	20.1%	17.8%	17.9%	18.1%
净资产收益率	16.7%	19.2%	16.6%	19.8%	21.5%
市盈率（倍）	33.8	23.3	21.5	15.9	12.5
市净率（倍）	5.5	3.8	3.4	2.9	2.5

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (首次)

股价	36.00 港元
目标价格	41.53 港元
52 周最高价/最低价	42.35/7.16
总股本/流通 H 股（百万股）	488/122
H 股市值（亿港元）	176
国家/地区	中国
行业	建筑工程
报告发布日期	2020 年 08 月 13 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	11.3%	105.7%	233.5%	226.3%
相对表现	10.6%	107.4%	227.9%	236.2%
恒生指数	0.7%	-1.7%	5.6%	-9.9%



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 黄骥  
021-63325888\*6074  
huangji@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860520030001

联系人 江剑  
021-63325888\*7275  
jiangjian@orientsec.com.cn  
联系人 聂磊  
021-63325888\*7504  
nielei@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 目 录

渗透率有望提升，盈利门槛加速行业集中.....	5
广泛应用于住宅等领域，具备较好的综合效益 .....	5
政策推动渗透率提升，PC 市场空间有望超千亿 .....	7
行业存盈利门槛，成本管控能力的差异将加速龙头集中 .....	10
聚焦 PC 制造，护城河深厚 .....	12
先发造就规模优势 .....	12
标准化、智能化管理形成护城河 .....	15
聚焦制造业务并采用柔性生产，现金流和营运能力持续改善 .....	17
农村 C 端住宅需求潜力大，公司有望抢占先机.....	19
产能利用率和盈利能力有望继续改善.....	23
盈利预测与投资建议 .....	24
盈利预测 .....	24
投资建议 .....	26
风险提示 .....	27

## 图表目录

图 1: 近三年装配式重点推进地区新开工面积 .....	8
图 2: 2019 年部分重点推进地区新开工面积 .....	8
图 3: 中国装配式建筑渗透率变化情况 .....	9
图 4: 中国装配式混凝土建筑新建面积 .....	9
图 5: 中国 PC 构件的市场规模 .....	10
图 6: 近几年 PC 构件主要原材料价格均有所回升 .....	11
图 7: 2019 年中国 PC 构件生产市场主要参与者市场份额 .....	11
图 8: PC-CPS 九大模块的业务流关系 .....	16
图 9: 公司 PC 制造业务的成本结构 .....	17
图 10: 2016-2019 年公司的员工人数及人均产值 .....	17
图 11: 公司 PC 构件的制造流程 .....	18
图 12: 公司的存货周转率及应收账款周转率 .....	19
图 13: 公司的经营性净现金流及扣非净利润 .....	19
图 14: B-Building 示例: 万科魅力之城 .....	21
图 15: B-house 示例: 天马北欧风情别墅 .....	21
图 16: 远大美宅为经销商提供全方位支持 .....	21
图 17: 2016 年至今公司的生产线平均利用率 .....	23
表 1: 装配式建筑与传统建筑的差异 .....	5
表 2: 三类装配式建筑优缺点及应用领域 .....	5
表 3: 装配式建筑五大特点 .....	6
表 4: PC 装配式建筑与现场浇筑方法的综合效益比较 .....	6
表 5: 海外及中国装配式建筑发展情况 .....	7
表 6: 钢结构装配式建筑的相关政策 .....	7
图 7: 公司发展历程 .....	12
表 8: 公司的主要优势 .....	12
图 9: 公司发展的三个阶段 .....	13
图 10: 2016 至 2019 年公司的 PC 制造产能 .....	13
图 11: 公司自营/联合工厂布局 .....	14
表 12: 远大联合计划 2019-2024 年扩张目标 .....	14
表 13: 中国建筑工业化发展历程 .....	15
表 14: 公司 PC Maker I 及 PC-CPS 系统的主要情况 .....	15
表 15: 公司 PC 制造业务的生产效率及盈利能力高于同业平均水平 .....	17

表 16: 公司 2016-2019 年新签订单及年底未完成订单情况.....	18
表 17: 农村住房相关政策及影响.....	19
表 18: 公司两类产品体系.....	20
表 19: 远大美宅已有的产品系列情况.....	22
表 20: 公司 2018-2019 年前四个月的业绩在全年中的占比较低 .....	23
表 21: 近两年公司 PC 制造业务的单位制造费用 .....	24
表 22: PC 制造业务收入预测.....	24
表 23: PC 制造业务成本预测.....	25
表 24: 单方制造费用预测.....	25
表 25: 可比公司估值.....	27
表 26: 公司非经常项目损益的具体情况 .....	27

## 渗透率有望提升，盈利门槛加速行业集中

### 广泛应用于住宅等领域，具备较好的综合效益

我国的装配式建筑以装配式混凝土为主，广泛应用于住宅、商业和公共建筑。装配式建筑采用规模化生产的方式由工厂生产建筑构件，并通过现场组装形成建筑主体结构，是建筑工业化的综合体现。根据建筑构件材料可分为三大类：装配式混凝土建筑、装配式钢结构建筑和装配式木结构建筑，根据住建部统计，2019年新建装配式建筑中装配式混凝土建筑占比65%，是中国装配式建筑的主要形式。三种建筑由于结构构件不同，各具优劣，因此应用于建筑时有所不同：装配式混凝土建筑适用于对跨度要求较低的低/多/高层住宅建筑，装配式钢结构建筑适用于较大跨度或高层/超高层建筑，而装配式木结构建筑由于构件重量轻、稳定性低和耐火性能低的特点，常用于独户住宅、仿古建筑等特殊建筑。公司的产品主要应用于装配式混凝土建筑，因此下文如果不做特别说明“装配式”主要指代装配式混凝土。

表 1：装配式建筑与传统建筑的差异

	装配式建筑	传统建筑
构造	混凝土结构采用钢筋混凝土预制隔墙板，PC结构采用叠合板，总厚度比传统楼盖厚；需要缝灌浆。	传统剪力墙结构建筑隔墙采用空心砖砌块，建筑楼盖采用现浇结构，不需要缝灌浆。
材料	以隔墙板代替砖墙，材料品级升高，楼盖使用叠合板，混凝土、钢筋的含量比传统建筑高，成本较高。	使用砖墙，混凝土、钢筋的含量较低，材料成本较低。

资料来源：《建筑经济》，东方证券研究所

表 2：三类装配式建筑优缺点及应用领域

种类	优点	缺点	应用领域	占比
装配式混凝土建筑	建造和维护成本低；居民对住宅建筑接受度高、适用范围广；耐火性高。	构件重量重且体积大，对仓储及运输的要求高。	跨度要求较低的低/多/高层住宅建筑，如办公、学校及医院大楼。	65%
装配式钢结构建筑	抗震性高，构件重量轻且体积小，便于运输。	耐火性能低。	较大跨度或高层、超高层建筑，如大跨度厂房、体育馆、超高层办公大楼。	30%
装配式木结构建筑	构件重量轻。	构件稳定性低，耐火性能低。	独户住宅、仿古建筑等特殊建筑类型。	5%

资料来源：公司招股说明书，住建部，东方证券研究所

相比传统建筑，装配式虽然建安成本偏高，但人工、进度、能耗等其他综合效益更好。根据《建筑经济》估计，与传统建筑相比，装配式建筑的建筑工程成本高 26.31%，装饰工程成本、安装工程成本则低 11.8%和 1.34%，总体上，建设工程成本高 17.18%，主要是由于构件规范要求较高、构件价格较贵等原因。但另一方面，装配式建筑具有建筑设计标准化、产品模块化、生产自动化、装配机械化、管理精细化的特点，相较传统建筑不仅可以缩短施工工期、减少劳动力、提高生产效率，还能减少能源和水资源消耗，降低建筑废物处置量和粉尘水平。

**表 3：装配式建筑五大特点**

特点	介绍
建筑设计标准化	通过标准化设计降低装配式建筑的复杂性，实现规模化生产和经济效益。
产品模块化	每一个构件或部品具有独立性，接口标准化。装配式建筑是由模块化单元组成的子体系，通过标准化接口和先进的连接技术拼装形成整个房屋建筑。
生产自动化	采用机械化的生产方式进行预制构件和部品的生产，通过优化生产线和资源调度实现生产效率最大化。
装配机械化	预制构件和部品运送到施工现场后，经过机械设备的吊装和一定的连接技术，组装成新的建筑。目前机械化是我国工业化建筑的主要特征，更高阶段为自动化和智能化。
管理精细化	从设计到构件部品生产再到现场组装，需要多个利益相关方的协调配合，每个环节需要协同合作，强调标准化的设计、流程和组织管理。

资料来源：《土木工程与管理学报》，东方证券研究所

**表 4：PC 装配式建筑与现场浇筑方法的综合效益比较**

	PC 装配式建筑	现场浇筑建筑	简约和改善
工期	160-210 天	250-300 天	20-45%
所需现场施工人数	40-50 人	150-160 人	60-75%
水资源消耗	0.051-0.067m <sup>3</sup> /m <sup>2</sup>	0.085-0.09m <sup>3</sup> /m <sup>2</sup>	35-40%
能源消耗	7.0-7.1kwh/m <sup>2</sup>	8.9-9.0kwh/m <sup>2</sup>	20-25%
建筑废物处置量	7.34-7.35kg/m <sup>2</sup>	23.75-23.80kg/m <sup>2</sup>	65-70%
粉尘水平 (PM10)	60-75μg/m <sup>3</sup>	85-100μg/m <sup>3</sup>	20-30%

资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所

注：以装配率为 35%左右的 30 层混凝土装配式住宅项目和同等规模的传统建筑项目为例

海外发达国家建筑工业化发展程度高，装配式建筑市场发展较为成熟。在欧美地区，建筑工业化在发达国家有较长的发展历史、发展程度高，已经逐步建立了完善的行业标准和规范。在欧洲国家中，德国、瑞典、挪威和丹麦的装配式混凝土建筑市场发展较为成熟，得益于当地政府关于建筑能源效率的政策支持和当地建筑工业化技术的快速发展。根据公司招股说明书，2018 年德国和北欧（包括瑞典、挪威和丹麦）装配式别墅的销售总值分别约为 48 亿欧元及 34 亿欧元，德国和北欧 2013 年至 2018 年间复合年增长率分别为 5.3%及 6.5%。在亚洲地区，新加坡的装配式建筑发展相对领

先，2018年的装配式住宅项目占整体新建住宅项目的70%以上。在中国，2019年新开工装配式建筑占新建建筑面积的比例约为13.4%，与欧美、新加坡相比仍有很大差距，有较大发展空间。

**表 5：海外及中国装配式建筑发展情况**

地区/国家	发展情况
欧美地区	建筑工业化在发达国家有较长的发展历史、发展程度高，已经逐步建立了完善的行业标准和规范，德国、瑞典、挪威和丹麦的装配式混凝土建筑市场发展较为成熟。
亚洲地区	新加坡的装配式建筑发展相对领先，2018年的装配式住宅项目占整体新建住宅项目的70%以上。
中国	2019年新开工装配式建筑占新建建筑面积的比例约为13.4%，计划2025年达到30%。

资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所

## 政策推动渗透率提升，PC市场空间有望超千亿

装配式住宅政策不断加码，进一步打开行业增长空间。近年来，国家大力发展装配式建筑，2016年国务院提出力争用10年时间使装配式建筑占新建建筑的比例达30%。2017年，住建部进一步提出到2020年全国装配式建筑占新建建筑比达15%以上。在政府计划的推广、大量的市场需求和不断标准化的装配式建筑行业环境的共同作用下，预期未来几年中国装配式建筑的渗透率将有显著的提升。

**表 6：钢结构装配式建筑的相关政策**

时间	出台部门	文件名称	主要内容
2016.02	国务院	《关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》	力争用10年左右时间，使装配式建筑占新建建筑的比例达30%。积极稳妥推广钢结构建筑。
2016.09	国务院	《关于大力发展装配式建筑的指导意见》	以京津冀、长三角、珠三角三大城市群为重点推进地区，常住人口超过300万的其他城市为积极推进地区，其余城市为鼓励推进地区，因地制宜发展装配式混凝土结构、钢结构和现代木结构等装配式建筑。
2017.01	国务院	《十三五节能减排综合工作方案》	实施绿色建筑全产业链发展计划，推行绿色施工方式，推广节能绿色建材、装配式和钢结构建筑。
2017.05	住建部	《建筑业发展“十三五”规划》	到2020年，装配式建筑面积占新建建筑面积比例达到15%。建设装配式建筑产业基地，推动装配式混凝土结构、钢结构和现代木结构发展。大力发展钢结构建筑，引导新建公共建筑优先采用钢结构，积极稳妥推广钢结构住宅。
2020.07	住建部、发改委	《绿色建筑创建行动方案》	到2022年，当年城镇新建建筑中绿色建筑面积占比达到70%。大力发展钢结构等装配式建筑，新建公共建筑原则上采用钢结构。提高装配式建筑构配件标准化水平。打造装配式建筑产业基地，提升建造水平。

资料来源：住建部，工信部，东方证券研究所

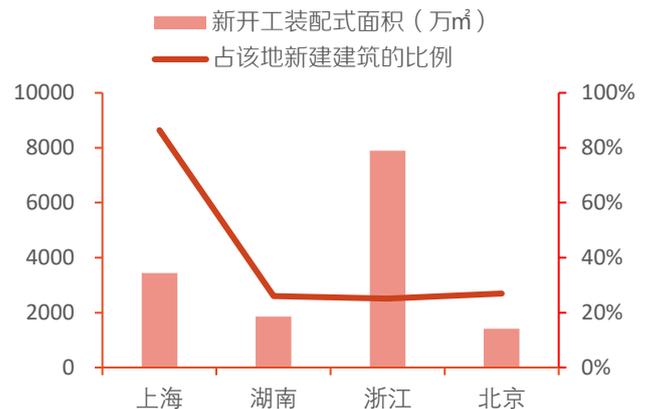
**重点推进地区装配式普及率较高，未来有望向全国扩散。**根据住建部的指导文件划分，京津冀、长三角、珠三角三大城市群为重点推进地区，常住人口超过 300 万的其他城市为积极推进地区，其余城市为鼓励推进地区。2019 年重点推进地区新开工装配式建筑面积占全国的比率为 47.1%，其中东部发达地区继续引领全国的发展，上海市新开工装配式建筑面积 3444 万 $m^2$ ，占当地新建建筑的比例达 86.4%，浙江省 7895 万  $m^2$ ，占比为 25.1%，江苏、江西、湖南等地装配式建筑在新建建筑中占比也超过了 20%。当前政策推动下重点地区起到了引领作用，未来其他地区的装配式建筑产业也有望逐步走向规模化发展。

图 1：近三年装配式重点推进地区新开工面积



资料来源：住建部，东方证券研究所

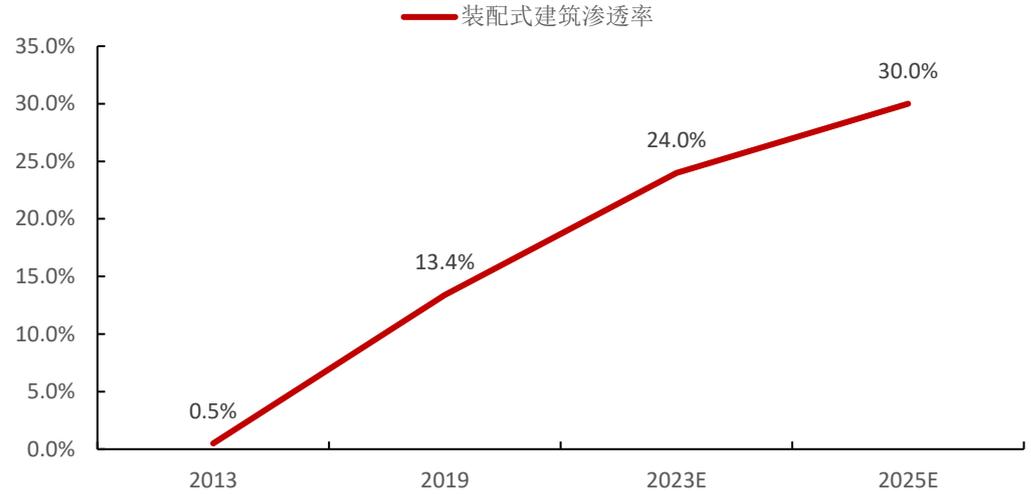
图 2：2019 年部分重点推进地区新开工面积



资料来源：住建部，东方证券研究所

**预计到 2023 年装配式建筑新建面积 CAGR+16%，渗透率达到 24%。**根据住建部的统计，2019 年全国装配式混凝土新建面积 2.73 亿平米，2013 年至今 CAGR+141%，渗透率从 2013 年的 0.5% 增长到 2019 年的 13.4%，根据国务院提出的到 2025 年渗透率 30% 的目标，我们预计到 2023 年渗透率将达到 24%。地产新开工面积方面，东方证券地产团队预计 20 年新开工面积增速为 0.5%，我们预计 21-23 年新开工面积增速为 0%，由地产新开工面积和渗透率可以推算出到 2023 年全国装配式建筑新建面积为 4.91 亿平米，CAGR+15.83%。

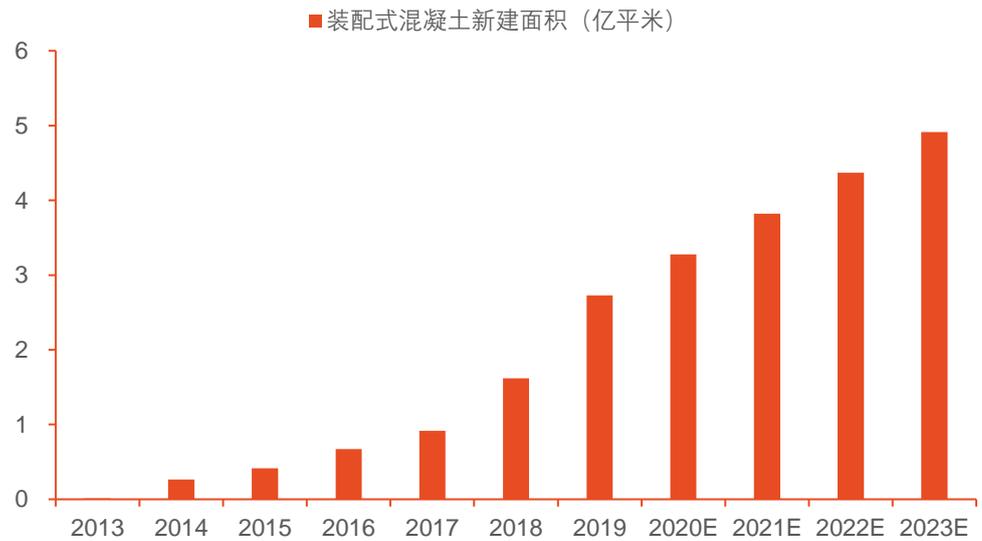
图 3：中国装配式建筑渗透率变化情况



资料来源：住建部，东方证券研究所

注：渗透率指的是装配式建筑项目整体建筑面积占所有建筑项目建筑面积的比例

图 4：中国装配式混凝土建筑新建面积

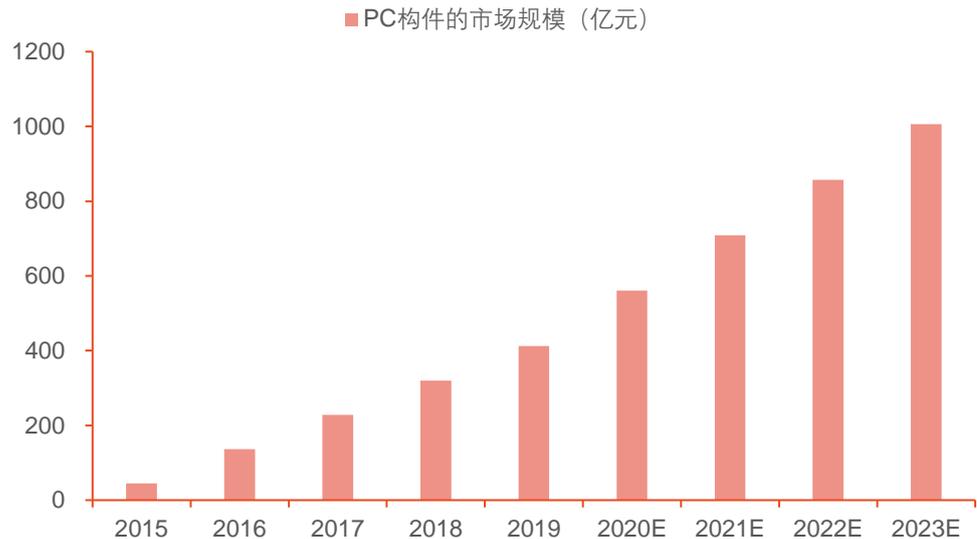


资料来源：住建部，东方证券研究所

注：装配式建筑新建面积=当年地产新开工面积×渗透率，其中装配式新建面积包括相关建筑的全部建筑面积，未排除相关建筑中的非装配式部分

预计可带动 PC 构件市场规模 CAGR+25%，到 2023 年超千亿。混凝土预制件（下文简称“PC 构件”）指在工厂中通过标准化、机械化方式加工生产的混凝土制品，属于装配式建筑产业链中的上游制造业。目前住宅的主体结构（如楼板、墙体、楼梯等）均可生产成为单独的 PC 构件，随着装配式新建建筑面积以及整体装配化率水平的提高，PC 构件制造市场有望迎来高速增长。根据住建部的统计，2019 年全国总计拥有 PC 构件生产线 2483 条，设计产能达到 1.62 亿 m<sup>3</sup>；市场规模达到 412 亿元，2015 年至今 CAGR+74%。根据住建部 2019 年全国新建装配式建筑的平均装配化率为 28%，我们假设到 2023 年装配化率提升 10pct 至 38%，且单平米 PC 造价保持不变，可推算出 2023 年 PC 构件市场规模达到 1006 亿元，CAGR+25%。

图 5：中国 PC 构件的市场规模



资料来源：住建部，东方证券研究所

注：①PC 构件市场规模=装配式建筑新建面积×平均装配化率×单平米 PC 造价；②2023 年市场空间为以 2019 年为基础的简化计算，2020-2022 年假设为线性增长；③同理，2015 年市场空间为以 2019 年为基础向前推算而得，2016-2018 年假设为线性增长。

## 行业存盈利门槛，成本管控能力的差异将加速龙头集中

行业整体盈利能力偏低，如何低成本满足定制化需求成企业难题。PC 制造行业的进入门槛并不低，据公司披露投资一条设计产能 3 万 m<sup>3</sup>的产线需要几千万，即使进入以后要实现盈利的门槛会更高，主要原因有两点，一是 PC 需要与传统的现浇竞争，定价过高会流失客户，二是 PC 构件大部分是非标准品，客户定制化的需求会导致模具重复利用率降低，从而提高了生产成本。此外，近几年 PC 构件的主要原材料钢材和水泥价格中枢回升，压缩了部分的行业盈利空间，根据公司招股说明书披露目前行业平均毛利率仅有 10%左右，真正能够实现稳定盈利的企业并不多。由于终端产品价格弹性较小，如何大规模低成本地满足定制化需求是行业中所有企业的最大痛点。

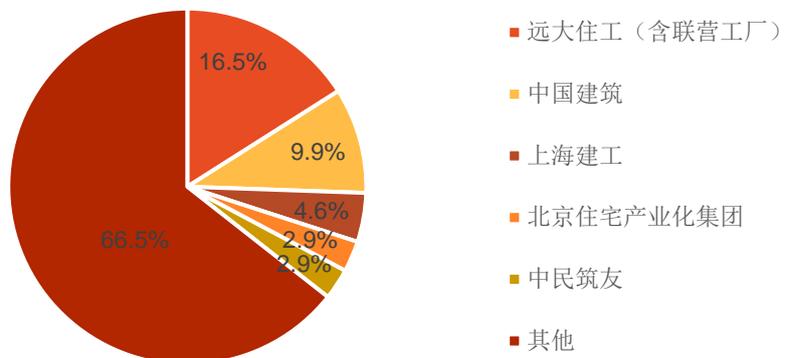
图 6：近几年 PC 构件主要原材料价格均有所回升



资料来源：wind，东方证券研究所

**行业 CR3 超 30%，龙头凭借成本管控优势有望继续扩大市占率。**根据弗若斯特沙利文的估计，按 PC 构件收入计算公司是全国 PC 构件生产市场的最大参与者，市场份额达到 16.5%；其他主要参与者还包括上海建工、中国建筑等，行业前三龙头合计市占率 CR3 达到 31%。如前文所述，行业中存在一定的盈利壁垒，竞争者要想持续地经营，要么背靠实力强劲的传统建筑央企国企、以工程承包业务利润向 PC 制造端输血（中国建筑以及公司 2016 年前的经营模式），要么将成本管控做到极致、提高从生产到管理等各个环节的效率（2016 年后公司的经营模式）。我们认为，龙头凭借成本管控能力实现稳定盈利后，未来有动力持续扩产，市占率有望进一步提升。

图 7：2019 年中国 PC 构件生产市场主要参与者市场份额



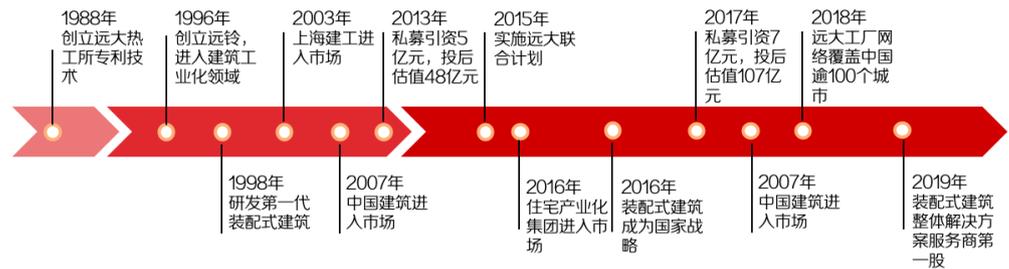
资料来源：弗若斯特沙利文，公司公告，东方证券研究所

## 聚焦 PC 制造，护城河深厚

### 先发造就规模优势

公司深耕装配式建筑领域，历史积淀深厚。从 1988 年创立远大热工所专利技术开始，公司到 1996 年开始进入建筑工业化领域，到 1998 年研发第一代装配式建筑，在装配式建筑行业中不断探索、发展、积累，沉淀技术，再到 2019 年在香港联交所上市，成为装配式建筑整体解决方案服务商第一股，经历了漫长的发展，有着丰富的经验。公司进入装配式建筑领域时间较早，有二十余年的经验，因此在此行业具有先发优势，如今国内其他企业仍处于摸索发展阶段，公司已经有比较完善的装配式建筑产品体系、信息系统、丰富的实践经验和国内战略性工厂布局。目前，公司拥有 8 代装配式建筑的产品体系、全国领先的信息系统、超过 1 亿平米的工业化项目实践累积的经验和覆盖中国的战略性工厂布局。

图 7：公司发展历程



资料来源：公司官网，东方证券研究所

表 8：公司的主要优势

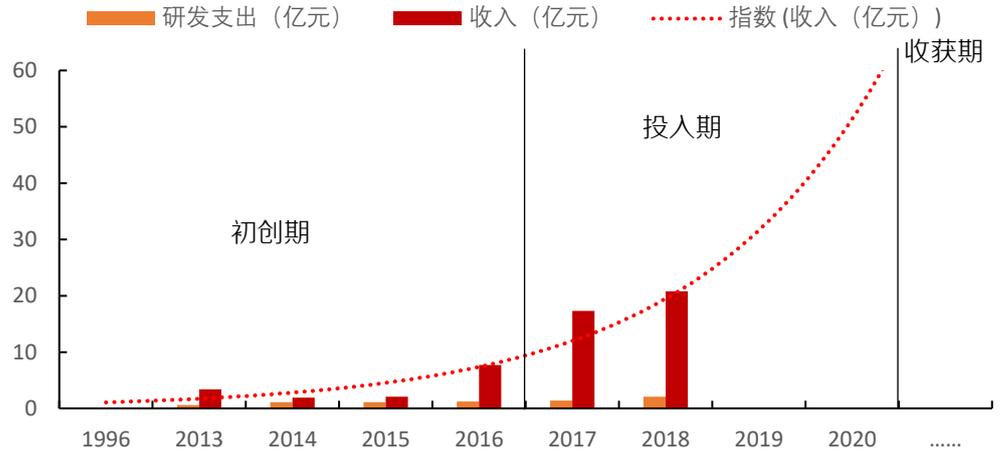
公司优势	具体内容
先发优势	二十多年行业经验，技术沉淀方面优于其他企业。
管理优势	有很长时间提高管理技术，例如进行 PC-CPS 的摸索和实践，在成本和效率上优势明显。
上市优势	2019 年在香港联交所上市，成为装配式建筑整体解决方案服务商第一股。
工厂布局优势	在行业刚兴起的时候抓住市场机遇，在全国布局工厂，目前公司自营/联营工厂覆盖中国超 100 个城市，具有布局先机。

资料来源：公司公告，东方证券研究所

产能稳居全国第一，未来有望进入业绩收获期。公司是中国装配式建筑行业中首家完整运用全流程数字信息化体系、拥有专属知识产权的全产业链技术体系的企业，从 1996 年进入建筑工业化领域至今有 24 年的发展历史，其中 1996 年至 2016 年处于初创期，公司在行业中不断探索，走过很多弯路，积累了大量项目的实践经验；2017 年至 2020 年进入投入期，公司加大研发投入、不断

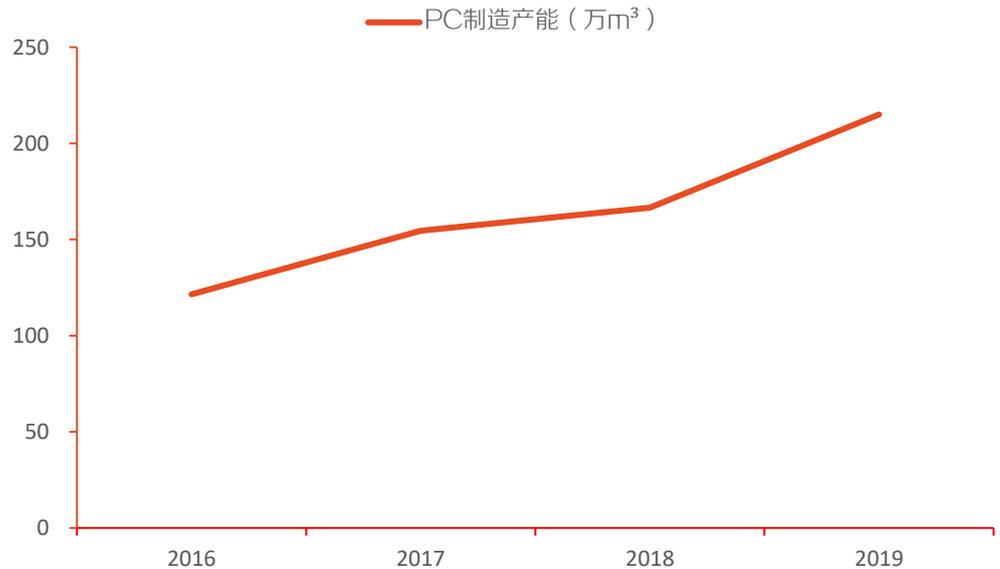
扩大产能，截至 2019 年公司产能已达到 215 万 m<sup>3</sup>（仅计算自营工厂），稳居全国第一，未来持续产能扩张和研发投入有望使公司进入业绩收获期。

图 9：公司发展的三个阶段



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 10：2016 至 2019 年公司的 PC 制造产能



资料来源：公司公告，东方证券研究所

借助远大联合计划推进全国布局，近四分之一联营工厂已实现盈利。2015 年公司开始实施远大联合计划，具体模式是公司与经挑选的当地伙伴合作设立联合工厂（公司一般占有 35%左右的股份），

向联合工厂出售设备及提供各种服务，并推广公司的生产及管理体系。考虑到运输成本及运输过程对产品造成的潜在损坏，一家 PC 工厂一般可向 150 公里经济运输半径内的项目供货，通过远大联合计划公司将潜在的竞争对手变为合作伙伴，以投入有限资本实现了全国布局，目前公司的工厂（包括自营和联营）可覆盖京津冀、长三角、珠三角以及中西部等核心经济区。截至 2019 年底，公司累计签约 86 家联合工厂，其中 57 家具备生产能力，20 家已实现盈利，占比 23%，其余未盈利的工厂主要原因是投产时间较短（公告在招股说明书披露新工厂投产后一般需要两年的爬坡期）。

图 11：公司自营/联合工厂布局



资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所

未来远大联合计划版图将继续扩大，预计到 2024 年联合工厂达到 135 家。公司计划未来继续扩大远大联合计划的版图，进一步在中国 PC 市场渗透、推广品牌。2020-2024 年，公司目标再建立 49 家联合工厂，覆盖 66 座 GDP 超过人民币 1 千亿元的城市。随着联合工厂总数的扩大，公司将进一步深化全国业务布局，品牌影响力有望提升。

表 12：远大联合计划 2019-2024 年扩张目标

年份	新增联合工厂	年底联合工厂家数
2020	19	105
2021	8	113
2022	8	121
2023	7	128
2024	7	135

资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所

## 标准化、智能化管理形成护城河

公司已建立完备的技术体系，致力于引领建筑工业化 4.0 革命。公司致力于提供建筑工业化技术服务及有关建筑生命周期的一体化解决方案，目前已成为全球第一大同时具备 PC 构件制造和 PC 生产设备制造的装配式建筑服务提供商，也是国内首家完整运用全流程数字信息化体系的 PC 生产企业。依托 PC 构件的一流制造能力和先进信息化系统，公司打通了设计、制造、施工和运维的全产业链条，未来将致力于打造数字设计、数字工厂和数字工地，引领以智能化为特征的建筑工业化 4.0 革命。

表 13：中国建筑工业化发展历程



阶段	传统建造	建筑工业化 1.0	建筑工业化 2.0	建筑工业化 3.0	建筑工业化 4.0
特点	现场施工	机械化	标准化	信息化	智能化
表现	现场浇筑	工厂化生产	流水线生产	建筑信息模型化	智能制造及装备

资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所

设计系统 PC Maker I 及管理系统 PC-CPS 构成了公司信息化生产的核心。公司生产的信息化和智能化主要体现在设计和管理方面，2018 年公司相继推出了国内装配式建筑领域首款基于 BIM 平台的正向设计软件 PC Maker I，以及根据庞大的市场需求大规模生产定制产品的独特智能制造管理系统 PC-CPS，这两款公司自主研发的软件在提升管理效能、降低生产成本等方面发挥了关键性的作用。

表 14：公司 PC Maker I 及 PC-CPS 系统的主要情况

	PC Maker I	PC-CPS
发 展 情 况	PC Maker I(V.1.1)由公司开发。拥有其著作权，目前已面向市场销售。为进一步升级并开发 PC Maker I 的功能，公司与中国建筑科学研究院有限公司合作开发 PC Maker I(V.2.0)。	由九个模块组成，包括：市场、建筑、产品、工艺工程、生产、供应链、人力、财务及施工模块。各个模块对应一个业务功能，整体覆盖业务经营的全流程，已实现装配式建筑全生命周期各阶段的数据共享与协同。
功 能	建立建筑模型；建立 PC 构件模型，为 PC Maker I 的核心，涉及复杂计算各种数据；生成图纸，包括建筑的结构施工图及每个 PC 构件的详细图纸；编制所设计的 PC 构件的信息及生成数据清单，该清单构成其他制造流程的基础。	导入、协调及整合全流程各方面的数字化信息；基于丰富的项目经验通过海量数据模拟展开分析，实现实时监控；在依据客户不同需求生成的数字化数据的推动下，实现柔性制造及定制生产。

成 完成建筑图纸后，生成 PC 构件详细图纸所需的时间由传统设计流程的约 16 天大幅缩短至约两天；PC 构件图纸的平均精确率达到 99%。由于设计流程效率提升及设计精确度提高，公司能够吸引客户及有效控制设计流程及后续制造流程的成本。

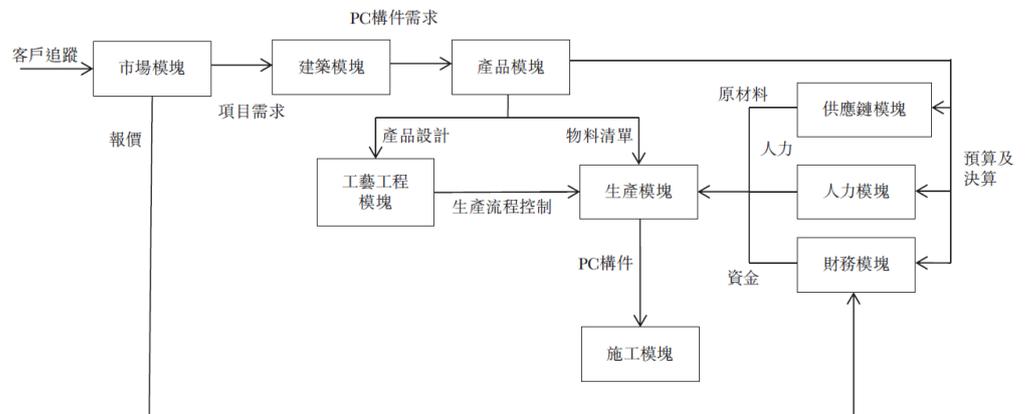
在生产方面实现了从原来的供给端计划指令型生产到需求端自动协调型生产，并优化了供应链存货管理，由此导致人工干预减少逾 90%、生产效率提高 100-300%、物流成本降低 20-30%及存货周转率提高 100-200%。

资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所

公司介入前期设计，通过 PC Maker I 可提高设计效率、降低成本。前期的设计环节是造成装配式建筑的综合建造成本较高的重要因素之一，特别是对于装配式生产和施工不熟悉的设计单位如果采用了传统的结构设计方法，后期施工时可能需要进行较多的方案变更，从而增加了成本。公司通过多年的实践经验、积累了大量项目的底层数据，在参与地产商前期的设计工作时可帮助客户提高得房率、降低综合成本。根据公司公告，PC Maker I 完成建筑图纸后生成 PC 构件详图所需的时间由传统设计流程的 16 天大幅缩短至两天，PC 构件设计的平均精确率达到 99%。由于设计流程效率提升以及设计精度提高，公司能够有效控制设计流程及后续制造流程的成本。

PC-CPS 实现了大部分管理流程的自动化，为大规模地连续制造定制化产品奠定基础。PC-CPS 是一个数据驱动的智能管理系统，由市场、建筑、产品、工艺工程、生产、供应链、人力、财务及施工九个模块组成，每个模块都对应一个独立的业务功能且相互之间可进行数据共享及业务流往来。公司通过 PC-CPS 系统能够实现对 95% 营运流程的实时监控，如采购进度、生产效率、设备状态等，以此来有效分配生产资源、优化产能，实现 PC 构件的量产并根据各项目的施工进度向客户按时交付产品。

图 8：PC-CPS 九大模块的业务流关系



资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所

受益于高效的自动化管理体系，公司生产效率及盈利能力显著高于同行。根据公司公告，采用 PC-CPS 系统后在生产方面实现了从原来的供给端计划指令型生产到需求端自动协调型生产，并优化

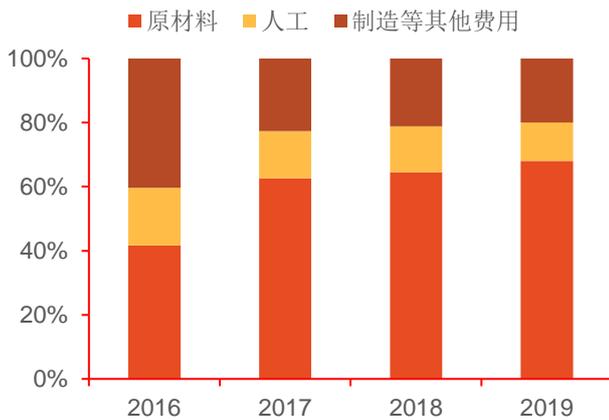
了供应链存货管理，从而人工干预可减少 90%，生产效率提高 100%-300%、物流成本降低 20%-30%及存货周转率提高 100-200%，从 2016 年到 2019 年，公司的人均产值提升 157%至 53.62 万元，人工和制造成本占比下降 26.3pct 至 32%；由于模具的通用化程度更高，模具费用占比下降至 2%左右，而行业平均占比在 10%以上；此外，在毛利率、产品良率等方面公司也显著优于行业平均水平。

表 15：公司 PC 制造业务的生产效率及盈利能力高于同业平均水平

	公司	同业平均
人均产效 (m <sup>3</sup> /天)	2.0	0.5-0.6
产品不良率	0.1%	5%
模具费用占比	2%	10%以上
毛利率	32%	5-15%

资料来源：公司公告，弗若斯特沙利文，东方证券研究所

图 9：公司 PC 制造业务的成本结构



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 10：2016-2019 年公司的员工人数及人均产值



资料来源：公司公告，东方证券研究所

注：人均产值=PC 制造业务收入/员工总数

## 聚焦制造业务并采用柔性生产，现金流和营运能力持续改善

**缩减工程订单，完全专注于 PC 制造。**2012-2015 年公司在工程市场中作为总包商参与了部分装配式建筑项目，2016 年后开始专注于 PC 制造业务，主要原因一是工程业务大部分需要垫资且回款周期较长，二是公司集中力量发展信息化管理系统。随着业务重心的转变，2016 年后工程订单逐年缩减，到 2019 年底公司在手未完的工程订单基本清零，同时也基本不再新签工程订单。根据公

公司公告，未来公司仅会有选择性地承包可能需要创新建造技术的施工项目，以便促进自身对智慧工地的数据收集和研发工作。

**表 16：公司 2016-2019 年新签订单及年底未完成订单情况**

单位：亿元	2016	2017	2018	2019
<b>新签合同金额</b>	24.40	35.62	46.18	40.23
其中：PC 构件	9.71	12.13	32.13	32.40
其中：PC 生产设备	14.30	23.30	14.06	7.84
其中：施工总承包	0.39	0.01	0.00	0.00
<b>未完成合同总金额</b>	21.58	29.20	46.89	49.61
其中：PC 构件	7.35	9.18	32.20	37.49
其中：PC 生产设备	9.39	16.90	13.25	12.12
其中：施工总承包	4.85	3.13	1.44	0.00

资料来源：公司公告，东方证券研究所

注：公司未披露 2019 年详细的新签订单结构，我们采用如下方法进行估计：①PC 设备新签订单=年底设备未完成订单—上一年底设备未完成订单+当年设备业务收入；②PC 构件新签订单=总订单- PC 设备新签订单

**借助信息化系统开展柔性生产，工厂保持低库存模式。**所谓的柔性生产即根据客户工程项目的实际进度安排生产，并以此灵活调整机器开工和原材料进货节奏。一般 PC 构件生产需要历经模具组装、安装钢筋、浇筑、养护直至脱模等流程，根据公司披露目前完成一轮 PC 构件生产流程只需要 8-24 小时，因此柔性生产模式下公司从原材料进厂到 PC 成品出货均可以在较短的周期内完成，无需占用场地堆放库存，大大降低了库存相关的成本。在这个生产模式中，PC-CPS 系统起到了关键的信息基础设施的作用，它应用物联网技术将从生产到施工各个环节的信息链接起来，为每个 PC 构件分配了独有的二维码，记录其所属项目、规格、功能及位置等信息，基于工地的施工进度、生产线利用率等情况系统可自动安排下一步的制造工作，实现各流程的无缝对接。

**图 11：公司 PC 构件的制造流程**

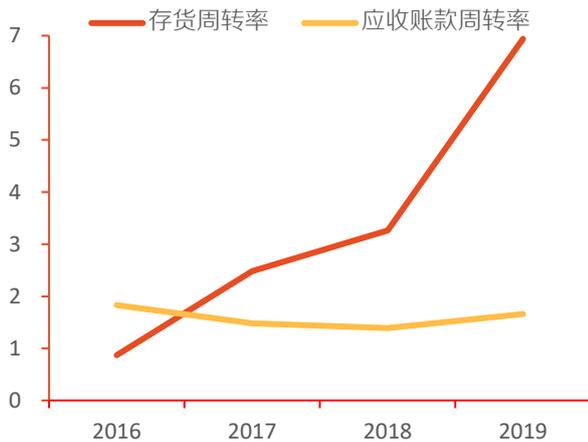


资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所

**营运能力提升，经营性现金流持续改善。**2019 年公司存货周转率 6.94 次，YOY+113%，主要由于在柔性生产模式下公司可以持续保持低库存水平；应收账款周转率 1.66 次，YOY+19%，主要原因 1) 在手账期较长的工程订单逐步消化且不再承接新的工程订单；2) PC 构件订单模式的转变，

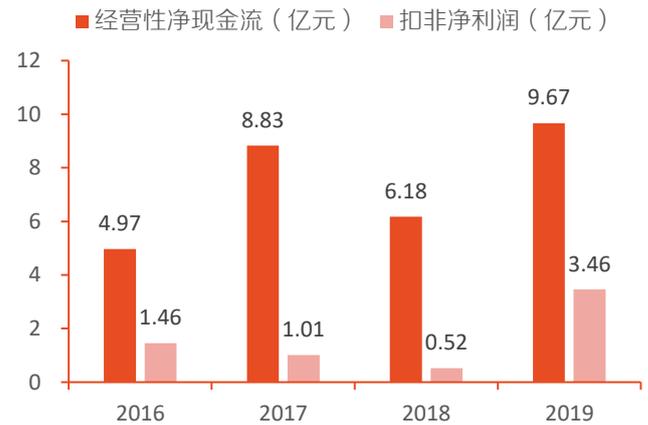
2018 年前大部分订单的尾款（20%-30%）需要工程结算后才付清，2019 年后交货需增加 20% 以上的预付款且同期要付清 95% 以上的金额，尾款占比降低，根据公司披露 PC 制造业务的应收账款周转率由 18 年的 0.95 次提升至 19 年的 1.76 次。营运能力提升的同时，现金流也在同步改善，2019 年实现经营性净现金流 9.67 亿，YOY+56.47%，且近几年经营性净现金流均为扣非净利润的两倍以上，现金流较好的主要原因一方面库存占用资金少（控制现金流出），另一方面制造业务回款改善（加快现金流入）。

图 12：公司的存货周转率及应收账款周转率



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 13：公司的经营性净现金流及扣非净利润



资料来源：公司公告，东方证券研究所

## 农村 C 端住宅需求潜力大，公司有望抢占先机

政策推动下农村自建房市场潜力大，预计未来乡村蕴藏万亿级住宅需求。当前城市人口住房矛盾日益加剧，随着国家提倡的城乡一体化建设及美丽乡村建设等政策的落地，越来越多的城市精英阶层期待在城市周边拥有一套理想的居所。据公司 2019 年年报披露，2020 年乡村消费市场规模将至人民币 6 万亿元，其中居住是乡村居民消费的主要支出项。据国家统计局数据，我国乡村及城市周边自建房面积已超 13 亿平方米，每年新增的乡村住房超过 220 万栋。未来 15 年内，中国农村至少需要改造或新建 316 亿 m<sup>2</sup> 建筑面积的农村住房，新建住房最低投入成本 2000 元/m<sup>2</sup>，可直接带来 63.2 万亿元的乡村建筑市场经济规模，每年平均市场空间达到 4 万亿。乡村消费升级，消费需求更多元化、更个性化，未来乡村将成为与城市并肩而立的建设发展主战场，潜力巨大。

表 17：农村住房相关政策及影响

时间	政策	对农村住宅的影响
2019 年 2 月 2 日	住建部：《关于开展农村住房建设试点工作的通知》	通过农村住房建设试点工作，提升农房建设设计和服务管理水平，建设一批功能现代、风貌乡土、成本经济、结构安全、绿色环保的宜居

		型示范农房，改善农民居住条件和居住环境，提升乡村风貌。
2020年1月1日	新《中华人民共和国土地管理法》	农村集体经营性建设用地可直接入市流转，推动农村自建房市场的发展，为规范农村自建房的的标准提供了法理基础。
2020年4月	中共中央、国务院：《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》	增强土地管理灵活性，深化农村宅基地制度改革试点，为乡村振兴和城乡融合发展提供土地要素保障。

资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所

公司设立远大美宅产品系列，主要面向农村 C 端消费者。2019 年，公司开始从 TO B 向 TO B+C 主动求变，成立远大模块集成科技公司，从乡村低密度的社区规划、更健康可持续发展的人居形态着手，推出远大美宅系列产品，目前公司已形成两大产品体系，即针对城市高层建筑的 B-Building 系列以及针对农村的住房改善和乡村度假的 B-house（远大美宅）系列。2020 年，公司成立 B2C 模块集成科技事业部负责远大美宅产品业务，主要面对 C 端消费者，采用线上线下“互联网+”模式，通过建立信息化平台系统，结合全国布局的自营和联合工厂，提供生产、销售、安装和售后服务的一站式服务。

**表 18：公司两类产品体系**

	<b>B-Building</b>	<b>B-house</b>
目标市场/客户	城市高层建筑。	农村的住房改善和乡村度假，回乡建房，亦或在景区、城郊投资的客户。
发展方式	寻求与资源互补的优势企业合作，以输出品牌、输出技术、输出管理、参与投资等方式，将自身经验和资源与合作伙伴分享。	携手民宿预订平台途家网，构建新商业模式，来推广高性价比的科技绿色住宅，既可提高建筑质量和使用率，还可形成民宿分享度假生态圈，带来附加收益。
项目示例	万科魅力之城、恒伟西雅韵。	远大靳江稻香度假别墅、云龙法式美宅、天马北欧风情别墅。

资料来源：公司公告，公司官网，东方证券研究所

图 14: B-Building 示例: 万科魅力之城



资料来源: 公司官网, 东方证券研究所

图 15: B-house 示例: 天马北欧风情别墅



资料来源: 公司官网, 东方证券研究所

**C 端销售模式更加灵活, 有助于改善毛利率、现金流和产能利用率。**今年公司采用“工业互联网+建筑”的模式, 以产品为核心, 设立房屋 4S 店经销模式, 集 Sale (销售)、Supplies (家居)、Service (服务)、Survey (信息) 于一体。在品牌、服务、流量等全方位支持下, 目前公司在全国的直销商已扩展至 600 多家。与传统 to B 业务相比, 美宅的优势有以下几点: 1) 生产标准化产品, 模具通用性更高、费用较少, 毛利率高于 B 端; 2) 公司可选择在淡季利用富余产能集中做 C 端产品的交付, 从而提高全年的平均产能利用率和工厂效益; 3) 订单全部先款后货, 不占用资金; 4) 可借用其他行业的销售渠道解决信息不对称问题, 销售模式较为灵活, 任何人都可以成为公司的业务员去做前端的服务业务。

图 16: 远大美宅为经销商提供全方位支持



资料来源：公司官网，东方证券研究所

**市场推广初见成效，未来将进一步丰富产品线、推进全国布局。**2020年初，升级版的B-house产品开始试推广，迅速引起了市场关注，根据公司披露目前已签订300多套订单，按照单套50万造价计算，订单总额近1.5亿，约占2019年公司新签订单总额的3.7%。由于2020年的新冠疫情，人们对健康的需求与重视程度上升到前所未有的高度，以居住者健康体验为主导的健康住宅地位迅速提升，低密度的多层和低层住宅备受青睐。未来农村建筑市场发展潜力极大，公司计划在目前已有的BOX、康居、依云三大系列的基础上进一步丰富产品体系，满足乡村住宅现代化的市场需求，将绿色科技、舒适健康惠及乡村人群。

**表 19：远大美宅已有的产品系列情况**

系列	主要卖点	细分产品
BOX 系列	极简风、高效速成	一房、LOFT、三房
康居系列	欧美风、精致大气	美式、法式（枫丹白露、凡尔赛）
依云系列	中式度假风、舒适实用	A/B/C/D 版

资料来源：公司官网，东方证券研究所

## 产能利用率和盈利能力有望继续改善

行业需求存在季节性波动，淡旺季生产线开工率差异较大。由于公司采用的是零库存的柔性生产模式，因此生产进度基本与下游总包的施工进度保持一致，具备一定的项目周期性特征。每年 1-4 月为行业传统淡季，造成淡季的主要因素有天气（南方雨水及北方冰冻）、节假日等。根据公司公告，2018/2019 年 1-4 月收入占全年的比例仅为 16%/19%，净利润占比仅为 8%/5%。行业的淡旺季属性也使得产线的利用率在年内呈现出较大的弹性，在淡季公司的生产线开工率较低，大部分产线只做一些机器保养，到了旺季订单饱和状态下工厂需要三班倒连续不停地生产，最高能达到 150%至 200%的产能利用率。

表 20：公司 2018-2019 年前四个月的业绩在全年中的占比较低

	营业收入（亿元）	占比全年	净利润（亿元）	占比全年
18 年 1-4 月	3.55	15.65%	0.37	7.94%
19 年 1-4 月	6.46	19.15%	0.35	5.17%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

**19 年产能利用率 46%，主要受淡旺季需求差异以及新建产能爬坡影响，未来存较大提升空间。** 2019 年公司 PC 制造业务的平均产能利用率为 46%，虽然比 2018 年提升 29pct，但依然处于偏低的水平，主要原因 1) 1-4 月淡季中生产线开工较少，拉低了全年的平均产能利用率；2) 公司目前仍在不断扩产，截至 2020H1 公司全国共有 71.5 条线、214.5 万 m<sup>3</sup> 产能（仅计算自营工厂），比 2019 年底增加 48 万 m<sup>3</sup> 产能，而根据公司招股说明书，一般新建产能投产后从开始生产到完成设计产能需要两年的过渡爬坡期，在此期间的综合产能利用率也会偏低。未来公司受 B 端生产的淡旺季因素影响依然无法避免，但 C 端市场的崛起有望填补过去淡季的需求回落、缩短机器的空档期，另一方面随着新建产能的过渡期结束后达到设计产能，整体的产能利用率有望继续提升。

图 17：2016 年至今公司的生产线平均利用率



资料来源：公司公告，东方证券研究所

**单位制造费用下降，盈利能力有望提升。**由于公司工人为计件支付薪酬，因此产能利用率的提升对人工成本影响较小，但会降低单位制造成本。根据公司公告，随着 PC 制造的产能利用率由 18 年的 17.4% 提升至 19 年的 45.8%，单位制造费用由 18 年的 469 元/m<sup>3</sup> 下降 100 元/m<sup>3</sup> 至 19 年的 369 元/m<sup>3</sup>，而同期单位 PC 成本下降了 366 元，即产能利用率的提升对降低生产成本的贡献程度达到 27%。我们认为，未来随着公司产能利用率的提升，生产成本有望继续下降，整体的盈利能力依然有改善空间。

**表 21：近两年公司 PC 制造业务的单位制造费用**

	2018	2019
PC 制造总成本（亿元）	6.51	15.06
其中：制造费用	1.38	3.01
销量（万 m <sup>3</sup> ）	29.42	81.54
单位成本（元/m <sup>3</sup> ）	2213.08	1846.95
其中：单位制造费用（元/m <sup>3</sup> ）	469.17	369.39
产能利用率	17.4%	45.8%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

PC 制造收入方面，假设公司每年新增大约 3 个自营工厂（每个工厂产能 12-15 万 m<sup>3</sup>），预计 20-22 产能达到 260/305/350 万 m<sup>3</sup>；产能利用率 45%/55%/60%，逐年提升主要由于新投放产能爬坡以及 C 端订单增加；产销率 98%/100%/103%，20 年较低主要由于上半年受到疫情影响，对应销量 114.66/167.75/216.30 万 m<sup>3</sup>；单方售价 2797/2797/2825 元，YOY-1%/+0%/+1%，20 年价格下降主要由于疫情影响销售，21 年后公司议价能力有望提升；最后得到 PC 制造业务收入 32.07/46.92/61.10 亿元，YOY+39.21%/46.30%/30.23%。

**表 22：PC 制造业务收入预测**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
产能（万 m <sup>3</sup> ）	166.5	215	260	305	350
产量（万 m <sup>3</sup> ）	29.00	77.10	117.00	167.75	210.00
产能利用率	17%	46%	45%	55%	60%
销量（万 m <sup>3</sup> ）	29.42	81.54	114.66	167.75	216.30

产销率	101%	106%	98%	100%	103%
单方售价（元）	2905	2825	2797	2797	2825
收入（亿元）	8.54	23.04	32.07	46.92	61.10
YOY		169.60%	39.21%	46.30%	30.23%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

PC 制造成本方面，假设 20-22 年单方成本为 1831/1802/1795 元，YOY-0.8%/-1.6%/-0.4%，细分预测如下：

1) 单方原材料成本 1227/1239/1251 元，YOY-2.3%/+1%/+1%，预测逻辑：①根据中国水泥网，年初至今全国水泥平均价格指数较去年同期增长 0.55%，根据钢铁工业协会年初至今钢材价格综合指数较去年同期下降 7.47%，考虑到 9-11 月的旺季涨价因素后，我们预计 20 年水泥/钢材价格 YOY+1%/-7%；②假设 PC 构件原材料成本中水泥和钢材占比 50%/40%，除水泥和钢材外其他原材料（水、砂石、添加剂等）成本保持不变；③可推算出 20 年单方原材料成本 YOY-2.3%；④假设 21-22 年后原材料价格平稳上涨，CAGR+1%。

2) 单方人工成本 226/231/235 元，CAGR+2%，逐年提升主要由于未来人口老龄化趋势下用工成本将持续上涨；3) 单方制造成本为 379/332/308 元，YOY+2.5%/-12.2%/-7.4%，我们以折旧为基础预测制造成本，并假设未来几年折旧在制造费用中占比均为 50%（除折旧外的其他制造费用包括模具、机器保养、间接材料等），由于规模效应以及产能利用率的提升单方制造费用将呈现下降趋势。

综合后得到 PC 制造业务的总成本为 21.00/30.23/38.82 亿元，对应毛利率 34.52%/35.57%/36.47%。

**表 23：PC 制造业务成本预测**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
单方成本（元）	2212	1847	1831	1802	1795
其中：原材料	1427	1256	1227	1239	1251
人工	316	222	226	231	235
制造费用	469	369	379	332	308
总成本（亿元）	6.51	15.06	21.00	30.23	38.82
毛利率	23.85%	34.64%	34.52%	35.57%	36.47%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

**表 24：单方制造费用预测**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
折旧（百万）	94	145	217	279	333
销量（万 m <sup>3</sup> ）	29.42	81.54	114.66	167.75	216.30
单方折旧（元）	319.55	177.83	189.26	166.23	153.99
折旧在制造费用中占比	68.14%	48.15%	50%	50%	50%
单方制造费用	469	369	378.51	332.47	307.97

YOY -21.24% 2.49% -12.16% -7.37%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

其他业务方面，根据公司的经营规划，PC生产设备销售的增长在未来将放缓，以维持当前规模为主，我们假设20-22年收入为8.52/8.52/8.52亿元，YOY-5%/0%/0%，毛利率保持稳定，20-22年均均为34%；施工业务目前仅有零星订单，我们假设未来规模将缩减至零，预计20-22年收入为0.5/0.1/0亿元，YOY-70.4%/-80%/-100%，毛利率为24%/23%/23%。综合全部业务，得到公司合计收入41.09/55.54/69.62亿元，YOY+21.9%/35.2%/25.4%，综合毛利率为34.3%/35.3%/36.2%。

#### 收入分类预测表

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>PC 构件制造</b>					
销售收入（百万元）	854	2304	3207	4692	6110
增长率		169.6%	39.2%	46.3%	30.2%
毛利率	23.8%	34.6%	34.5%	35.6%	36.5%
<b>PC 生产设备</b>					
销售收入（百万元）	1226	897	852	852	852
增长率		-26.9%	-5.0%	0.0%	0.0%
毛利率	38.00%	34.00%	34.00%	34.00%	34.00%
<b>施工总承包</b>					
销售收入（百万元）	189	169	50	10	0
增长率		-10.4%	-70.4%	-80.0%	-100.0%
毛利率	28.90%	24.60%	24.00%	23.00%	23.00%
<b>合计</b>	<b>2269</b>	<b>3369</b>	<b>4109</b>	<b>5554</b>	<b>6962</b>
<b>增长率</b>		<b>48.5%</b>	<b>21.9%</b>	<b>35.2%</b>	<b>25.4%</b>
<b>综合毛利率</b>	<b>31.9%</b>	<b>34.0%</b>	<b>34.3%</b>	<b>35.3%</b>	<b>36.2%</b>

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

注：合计收入中不包含其他营业收入

## 投资建议

公司是装配式建筑行业的PC制造龙头，具备产能规模优势，现金流优异，未来产能利用率和盈利能力有望提升。由于1)公司的业务需要部分垫资；2)生产过程中的库存（原材料、在产品等）会占用部分营运资金，报表的现金流不能完全反映出公司的真实盈利水平，采用绝对估值法进行估值会与实际情况产生一定的偏差，因此我们采用相对估值法对公司进行估值。

参考可比公司平均估值给与公司20年25X PE，对应目标价41.53港元。我们选择其他具备PC制造或钢结构加工业务的A股公司作为可比公司，2020年可比公司调整后平均PE估值为25X。我们预计公司2020-2022年EPS分别为1.50/2.04/2.58元/股，目前股价对应PE分别为

21.5/15.9/12.5X。参考可比公司平均估值，给予公司 2020 年 25X PE，对应目标价为 41.53 港元（1 港元=0.9029 人民币），首次覆盖给予“增持”评级。

表 25：可比公司估值

公司名称	代码	最新价格（元）	每股收益（元）				市盈率			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
中国建筑	601668.SH	5.32	1.00	1.10	1.22	1.34	5.32	4.84	4.36	3.97
亚厦股份	002375.SZ	14.12	0.32	0.39	0.48	0.59	44.13	36.21	29.42	23.93
杭萧钢构	600477.SH	4.9	0.22	0.31	0.35	0.41	22.27	15.81	14.00	11.95
东南网架	002135.SZ	8.75	0.26	0.38	0.49	0.60	33.65	23.03	17.86	14.58
鸿路钢构	002541.SZ	46.96	1.07	1.32	1.66	2.01	43.89	35.58	28.29	23.36
调整后平均							33.27	24.80	20.05	16.63

资料来源：WIND，东方证券研究所

注：可比公司盈利预测均为 WIND 一致预期，最新价格为 2020 年 8 月 12 日收盘价；调整后平均为去掉最大值和最小值后的平均值

## 风险提示

**产能释放不及预期风险。**目前公司仍在持续扩产，预计未来几年产能将是驱动公司业绩增长的主要因素之一，若人员和设备磨合效果较差，可能会导致产能利用率爬坡放缓，产能释放不及预期，从而对公司收入产生不利影响。

**钢材、水泥等原材料价格大幅波动风险。**由于行业内大部分企业的生产成本较高，目前 PC 构件销售的价格弹性较小，原材料涨价的风险不一定都能完全转嫁给下游。未来如果原材料大幅涨价，可能会造成公司盈利能力下滑。

**装配式建筑政策推进不及预期。**目前装配式建筑的发展基本以政策自上而下的推广为主，由于成本、消费习惯等因素导致地产商等业主方缺乏自发地开发装配式住宅产品的动力，因此对于 PC 构件制造商而言，下游需求受到政策驱动的影响就非常大。如果未来政策的推进力度、节奏不及预期，可能会对行业及公司的扩张造成不利影响。

**非经常项目损益不达预期的风险。**公司的非经常项目损益主要包括政府补助、金融资产的公允价值变动损益、对联营公司失去重大影响的收益等。我们预计 20-22 年政府补助增加主要由于老项目递延收益加上新项目当年收到的补助，金融资产公允价值变动损益增加主要由于重分类后的联营工厂盈利情况改善，对联营公司失去重大影响的收益减少主要由于剩余未重分类的联营公司数量逐渐减少。虽然 20-22 年非经常项目损益在净利润中的占比逐年下降，但如果政府补助不达预期或联合工厂盈利改善不达预期的话，依然有可能对公司的整体盈利能力带来不利的影响。

表 26：公司非经常项目损益的具体情况

非经常项目损益（百万）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
出售附属公司的收益	108	0	0	0	0

政府补助	34	68	80	100	100
金融资产之公允价值变动损益	0	13	50	100	150
对联营公司失去重大影响的收益	261	248	120	60	0
其他	11	2	0	0	0
合计	414	331	250	260	250
净利润	466	677	761	1044	1327
占净利润的比例	89%	49%	33%	25%	19%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	296	1,085	1,101	823	905	营业总收入	2,269	3,373	4,113	5,558	6,966
应收款项合计	2,063	2,522	2,913	3,705	4,451	主营业务收入	2,269	3,369	4,109	5,554	6,962
存货	376	266	300	299	370	其他营业收入	0	4	4	4	4
其他流动资产	1,117	842	842	1,011	1,213	营业总支出	2,012	2,853	3,452	4,604	5,683
流动资产合计	3,852	4,714	5,157	5,838	6,939	营业成本	1,545	2,225	2,700	3,593	4,444
固定资产净值	1,174	1,757	2,258	2,697	3,081	营业开支	468	628	752	1,011	1,239
权益性投资	664	379	379	417	458	营业利润	257	520	661	954	1,283
其他长期投资	1,157	2,051	2,256	2,595	2,984	净利息支出	72	105	97	112	147
商誉及无形资产	162	325	402	483	556	权益性投资损益	-98	-35	-30	-20	-10
土地使用权	280	304	304	304	304	其他非经营性损益	54	22	20	20	21
其他非流动资产	36	37	41	45	49	非经常项目前利润	140	403	553	842	1,146
非流动资产合计	3,473	4,853	5,640	6,540	7,433	非经常项目损益	414	331	250	260	250
<b>资产合计</b>	<b>7,326</b>	<b>9,567</b>	<b>10,796</b>	<b>12,378</b>	<b>14,372</b>	除税前利润	554	734	803	1,102	1,396
应交税金	55	103	113	125	137	所得税	88	57	62	85	108
短期借贷及长期借贷到期部分	1,544	2,345	2,580	2,838	3,122	少数股东损益	0	0	8	22	28
其他流动负债	548	367	367	404	444	持续经营净利润	466	677	733	994	1,261
流动负债合计	3,988	5,031	5,719	6,556	7,531	非持续经营净利润	0	0	0	0	0
长期借贷	398	273	287	301	317	净利润	466	677	733	994	1,261
其他非流动负债	57	97	107	118	129	优先股利及其他调整项	0	0	0	0	0
非流动负债合计	455	371	394	419	446	归属普通股股东净利润	466	677	733	994	1,261
<b>负债合计</b>	<b>4,443</b>	<b>5,401</b>	<b>6,113</b>	<b>6,976</b>	<b>7,977</b>	EPS (摊薄)	0.96	1.39	1.50	2.04	2.58
归属母公司股东权益	2,883	4,166	4,676	5,372	6,337	<b>主要财务比率</b>					
少数股东权益	0	0	8	30	58		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,883</b>	<b>4,166</b>	<b>4,684</b>	<b>5,402</b>	<b>6,395</b>	<b>成长能力</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>7,326</b>	<b>9,567</b>	<b>10,796</b>	<b>12,378</b>	<b>14,372</b>	营业收入增长率	17.2%	48.7%	21.9%	35.1%	25.3%
						营业利润增长率	-15.7%	102.3%	27.1%	44.4%	34.5%
						归属普通股股东净利润增长率	176.9%	45.2%	8.3%	35.7%	26.8%
						<b>获利能力</b>					
						毛利率	31.9%	34.0%	34.3%	35.4%	36.2%
						净利率	20.5%	20.1%	17.8%	17.9%	18.1%
						ROE	16.7%	19.2%	16.6%	19.8%	21.5%
						ROA	6.5%	8.0%	7.2%	8.6%	9.4%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	60.7%	56.5%	56.6%	56.4%	55.5%
						流动比率	96.6%	93.7%	90.2%	89.0%	92.1%
						速动比率	87.2%	88.4%	84.9%	84.5%	87.2%
						<b>每股指标 (元)</b>					
						每股收益	0.96	1.39	1.50	2.04	2.58
						每股经营现金流	1.27	1.98	2.09	1.96	2.75
						每股净资产	5.91	8.54	9.59	11.02	12.99
						<b>估值比率</b>					
						P/E	33.8	23.3	21.5	15.9	12.5
						P/B	5.5	3.8	3.4	2.9	2.5
						P/S	7.7	5.2	4.3	3.2	2.5

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

