

投资评级 优于大市 首次覆盖

钢结构制造龙头稳步扩张, 持续受益行业高景气度

股票数据

01月19日收盘价(元)	47.11
52周股价波动(元)	9.55-56.50
总股本/流通A股(百万股)	524/370
总市值/流通市值(百万元)	24672/17453

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	21.5	23.9	9.4
相对涨幅(%)	12.8	13.6	-4.9

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 李富华

Tel: (021)23154134

Email: lf12225@htsec.com

证书: S0850518050001

分析师: 张欣劼

Email: zxj12156@htsec.com

证书: S0850518020001

投资要点:

- 国内钢结构制造龙头。**公司业务以钢结构生产制造为主, 20H1 占比为 78.98%, 其中主要是建筑重钢、轻钢、设备钢结构等, 20H1 占比分别为 34.18%、32.19%和 13.29%。从分布区域来看, 业务主要分布在国内, 海外业务占比微乎其微。目前拥有合肥、武汉、金寨、重庆、涡阳等大型装配式钢结构建筑及智能停车设备研发制造基地, 面积达 400 多万平方米, 形成钢结构产能 300 多万吨、各类板材产能 3000 万平方米, 是目前中国较大的钢结构企业集团之一。
- 装配式行业保持高景气, 钢结构应用有望增加。**受环保及建筑工人“老龄化”影响, 未来装配式建造方式将是趋势, 近几年我国装配式建筑新开工面积快速增长, 在政策推动下, 未来几年行业景气度仍有望保持较高水平, 根据出台的《关于大力发展装配式建筑的指导意见》, 2025 年装配式建筑占新建建筑面积比例将达到 30%, 如果新建建筑面积保持不变, 未来 5 年装配式建筑年均复合增速将达 14.38%。目前, 钢结构装配式建筑占比较低, 2019 年钢结构装配式建筑占整体新开工建筑的比重约为 4.07%。与国外发达国家相比, 我国钢结构应用空间广阔。从钢结构产量来看, 根据全国建筑钢结构行业统计数据显示, 2018 年全国钢结构产量 6874 万吨, 钢结构产量占钢产量的 7.4%, 较发达国家平均 30% 的比重仍有较大差距。从市场应用看, 目前建筑钢结构主要使用在大型公共建筑、商业建筑中, 而在学校、医院等小型公共建筑和住宅等领域内使用较少, 但钢结构因其抗震、环保、可施工速度快等优点而日益受到政策的推动, 未来应用有望增加。
- 公司产能领先, 规模优势和管理优势凸显, 现金流明显改善。**公司产能领先, 并不断扩张, 订单落地促使产量增加, 2019 年底产能达 240 万吨, 2021 年产能目标达 400 万吨, 随着行业景气度的提升, 公司钢结构制造业务订单发展迅猛, 2020Q1-3 新签材料订单 123.88 亿元, 同比增长 16.69%。随着订单的不断落地, 公司产量增加, 2019 年产量 187 万吨左右, 较 2016 年的 70 万吨, 增长了 166%。公司规模效应将导致成本下降, “扁平化管理”模式可降低管理费用, 并减少管理风险, 两者叠加导致费用率下降明显。公司钢结构产品结算模式改善付款条件, 随着钢结构产品业务的比重不断提升, 公司经营现金流得到明显改善。
- 投资建议。**钢结构装配式建筑行业方兴未艾, 高景气度有望持续, 公司作为行业龙头, 产能领先, 叠加规模优势、管理优势等, 业绩有望保持较快增长。我们预计公司 20-21 年 EPS 分别为 1.42 和 1.81 元, 给予 2021 年 25-30 倍市盈率, 合理价值区间 45.25-54.30 元, 首次覆盖, 给予“优于大市”评级。
- 风险提示。**回款风险, 业务拓展风险, 政策风险。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7874	10755	13871	17911	21426
(+/-)YoY(%)	56.5%	36.6%	29.0%	29.1%	19.6%
净利润(百万元)	416	559	741	949	1150
(+/-)YoY(%)	98.6%	34.4%	32.6%	28.0%	21.2%
全面摊薄 EPS(元)	0.79	1.07	1.42	1.81	2.20
毛利率(%)	15.6%	14.2%	14.6%	14.7%	14.9%
净资产收益率(%)	9.4%	11.3%	13.3%	14.9%	15.6%

资料来源: 公司年报 (2018-2019), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 国内钢结构制造龙头	5
2. 装配式行业保持高景气，钢结构应用有望增加	6
2.1 装配式行业景气度提升，未来几年有望保持高水平	6
2.2 钢结构装配式建筑占比较低，未来提升空间广阔	7
3. 公司产能领先，规模优势和管理优势凸显，现金流明显改善	8
3.1 公司产能领先，并不断扩张，订单落地促使产量增加	8
3.2 公司规模效应叠加扁平化管理，费用率下降，盈利能力提升	9
3.3 公司钢结构产品结算模式更优，经营现金流持续改善	10
4. 盈利预测与评级	11
5. 风险提示	12
财务报表分析和预测	13

图目录

图 1	公司 2002 年成立，并于 2011 年成功上市，目前产能规模领先	5
图 2	公司业务以钢结构生产制造为主	5
图 3	公司钢结构业务主要以建筑重钢、轻钢、设备钢结构为主	5
图 4	公司业务主要以国内为主，海外业务占比很小	6
图 5	公司股权相对集中，实际控制人为商晓波和邓焯芳夫妇	6
图 6	50 岁以上农民工比例占比不断提升	7
图 7	近几年我国装配式建筑新开工面积快速增长	7
图 8	2019 年装配式建筑中预制 PC 占主导，钢结构次之	8
图 9	我国钢结构产量占比仍较小，与国外发达国家相距较远	8
图 10	公司装配式钢结构生产基地分布较广，产能领先	9
图 11	公司材料订单增长较快	9
图 12	随着订单逐渐落地，公司产量不断增加	9
图 13	公司“扁平化”管理模式	10
图 14	公司期间费用率呈下降趋势	10
图 15	公司销售、管理、财务费用率均呈下降趋势	10
图 16	公司经营现金流不断改善	11
图 17	2016-2019 年公司收现比呈提升趋势，回款条件好转	11

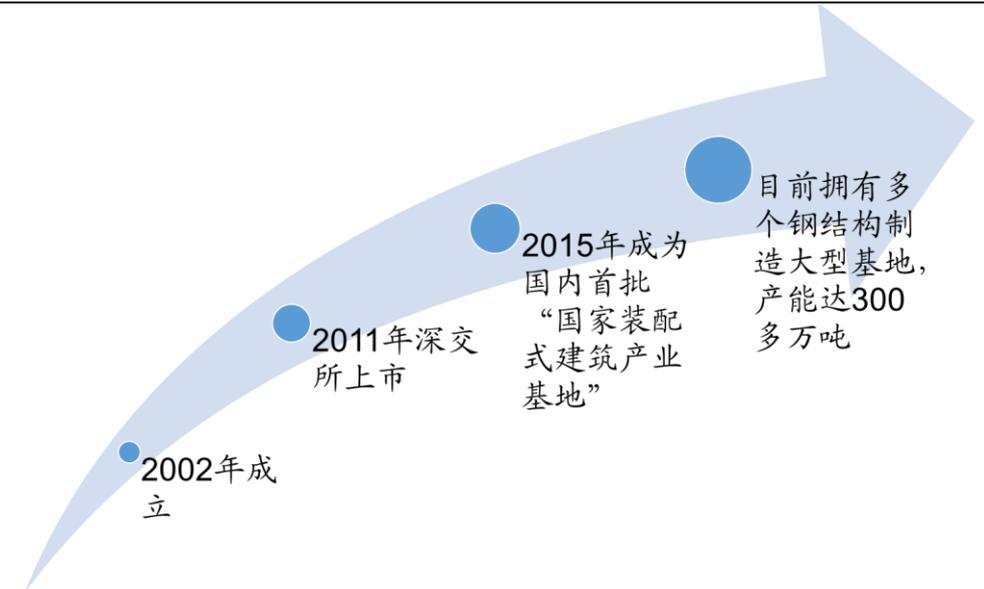
表目录

表 1 2025 年我国装配式建筑新开工面积和装配式建筑占比年均增幅的敏感性分析	7
表 2 分项业务预测表	12
表 3 可比公司估值表	12

1. 国内钢结构制造龙头

公司成立于 2002 年，2006 年获批“钢结构工程专业承包壹级资质”，2010 年参编《钢结构设计规范》修订，2011 年在深圳证券交易所上市，2012 年集团公司获批钢结构制造特级资格资质，2013 年获批安徽省住宅产业化基地，2015 年成为国内首批“国家装配式建筑产业基地”，目前拥有合肥、武汉、金寨、重庆、涡阳等大型装配式钢结构建筑及智能停车设备研发制造基地，面积达 400 多万平方米，形成钢结构产能 300 多万吨、各类板材产能 3000 万平方米，是目前中国较大的钢结构企业集团之一。

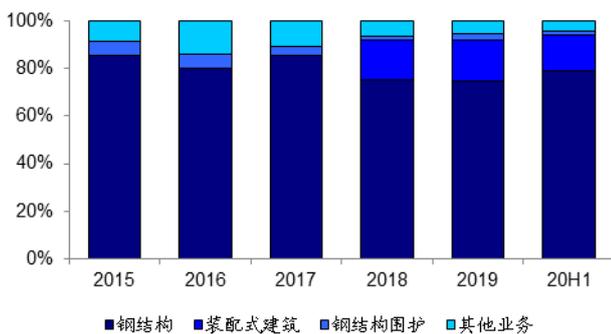
图1 公司 2002 年成立，并于 2011 年成功上市，目前产能规模领先



资料来源：公司官网，海通证券研究所

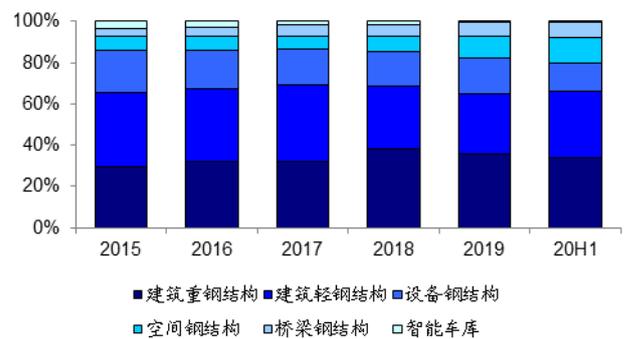
公司业务钢结构生产制造为主，主要集中国内。公司业务以钢结构生产制造为主，20H1 占比为 78.98%，其中主要是建筑重钢、轻钢、设备钢结构等，20H1 占比分别为 34.18%、32.19%和 13.29%。从分布区域来看，业务主要分布在国内，海外业务占比微乎其微。

图2 公司业务以钢结构生产制造为主

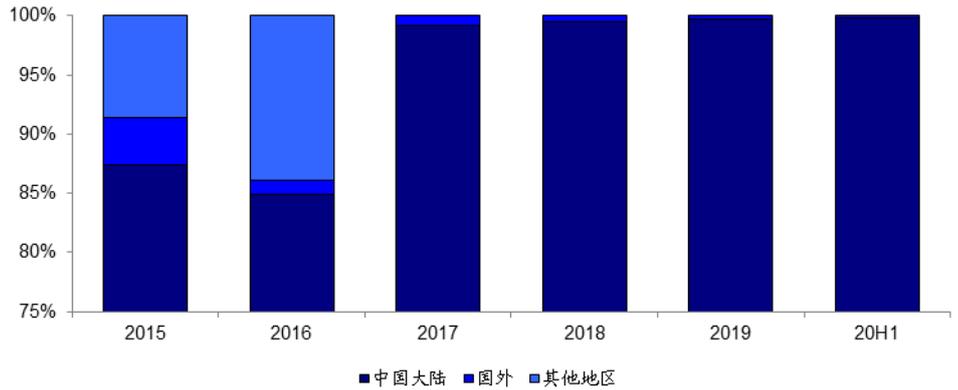


资料来源：wind，海通证券研究所

图3 公司钢结构业务主要以建筑重钢、轻钢、设备钢结构为主

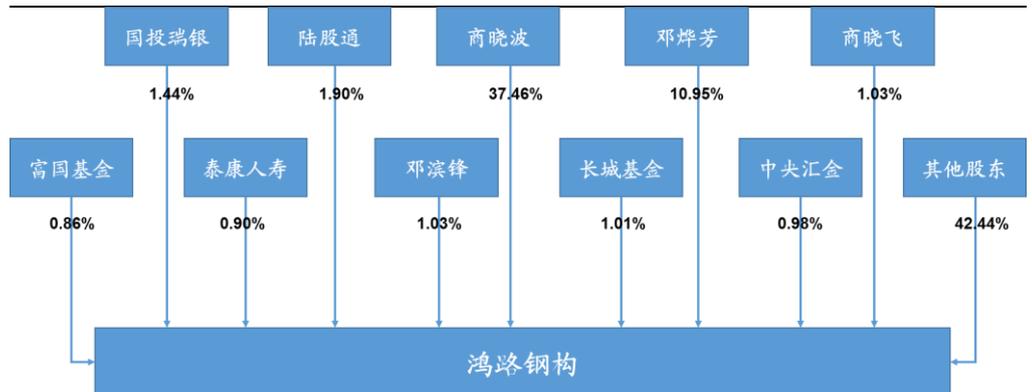


资料来源：wind，海通证券研究所

图4 公司业务主要以国内为主，海外业务占比很小


资料来源：wind，海通证券研究所

目前，公司股权相对集中。商晓波、邓焯芳夫妇为公司控股股东、实际控制人，合计持股 48.41%，陆股通持股 1.90%，中央汇金持股 0.98%，商晓波先生的姐姐商晓飞持股 1.03%，邓焯芳女士的弟弟邓滨锋持股 1.03%；前十位股东之外的其他股东持股 42.44%。

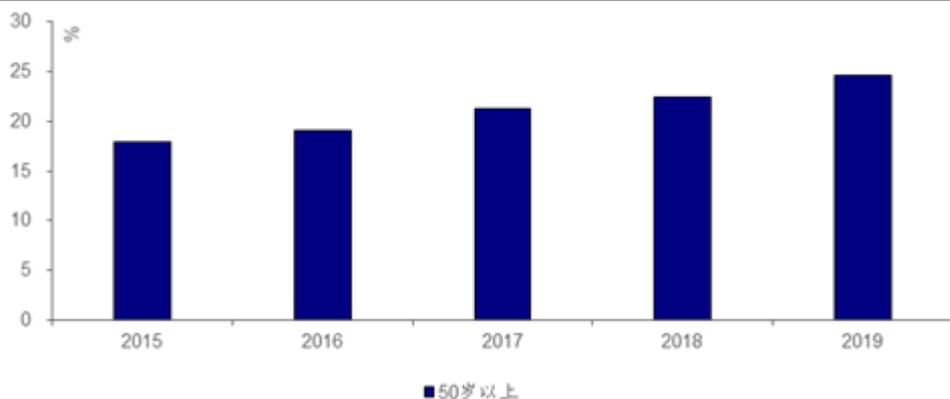
图5 公司股权相对集中，实际控制人为商晓波和邓焯芳夫妇


资料来源：wind，海通证券研究所。截至 2020Q3

2. 装配式行业保持高景气，钢结构应用有望增加

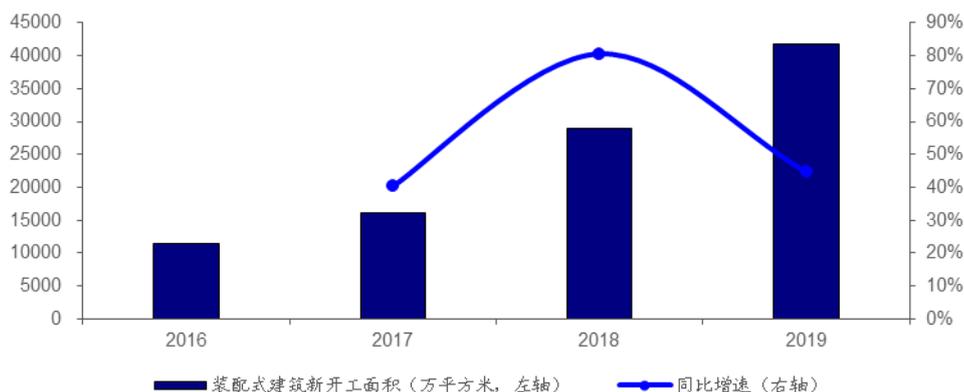
2.1 装配式行业景气度提升，未来几年有望保持高水平

受环保及建筑工人“老龄化”影响，未来装配式建造方式将是趋势。根据广东建材协会搜狐号显示，近几年，我国每年建筑垃圾的排放总量约为 15.5 亿吨-24 亿吨之间，占城市垃圾的比重约为 40%。5 月 8 日，住建部出台《关于推进建筑垃圾减量化的指导意见》，明确指出要减少建筑垃圾的产生。此外，建筑产业工人“老龄化”加剧，从年龄构成来看，农民工平均年龄为 40.8 岁，比上年提高 0.6 岁，50 岁以上农民工所占比重为 24.6%，比上年提高 2.2 个百分点，近五年来占比逐年提高。装配式建造方式的环保，资源使用效率高，且对人工使用少，工地较短等特性，可以有效解决上述问题，将是未来的发展趋势。

图6 50岁以上农民工比例占比不断提升


资料来源：国家统计局，海通证券研究所

近几年我国装配式建筑新开工面积快速增长。由2016年的11400万平方米增长到2019年的41800万平方米，年均复合增速达55%，2019年同比增速为45%，占新建建筑面积的比例约为13.4%。

图7 近几年我国装配式建筑新开工面积快速增长


资料来源：国家统计局，海通证券研究所

未来几年行业景气度仍有望保持较高水平。根据住建部发布的《“十三五”装配式建筑行动方案》，到2020年，全国装配式建筑占新建建筑的比例达到15%以上。2016年国家出台《关于大力发展装配式建筑的指导意见》，明确提出力争用10年左右时间，使装配式建筑占新建建筑面积比例达到30%。我们根据敏感性分析，如果按照2025年30%目标来看，新建建筑面积即使不增长，到2025年装配式建筑新开工面积将达9.36亿平方米，年均复合增速达14.38%。

表1 2025年我国装配式建筑新开工面积和装配式建筑占比年均增幅的敏感性分析

		新建建筑面积年均增速								
		-2.0%	-1.5%	-1.0%	-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
30%目标	2025年装配式建筑新开工面积 (万平方米)	82899	85469	88106	90809	93582	96425	99339	102327	105389
	2025年装配式建筑新开工面积年均复合增速	12.09%	12.66%	13.23%	13.80%	14.38%	14.95%	15.52%	16.09%	16.66%

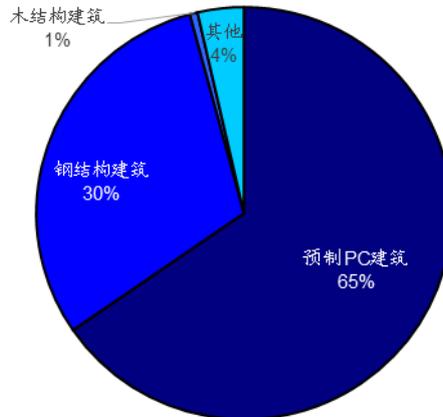
资料来源：国家统计局，住建部，海通证券研究所

2.2 钢结构装配式建筑占比较低，未来提升空间广阔

钢结构装配式建筑占比较低，不到5%。2019年，新开工装配式混凝土结构建筑2.7亿平方米，占新开工装配式建筑的比例为65.4%；钢结构建筑1.3亿平方米，占新

开工装配式建筑的比例为 30.4%；木结构建筑 242 万平方米，其他混合结构形式装配式建筑 1512 万平方米。按照 2019 年装配式建筑占比为 13.4% 计算，钢结构装配式建筑占整体新开工建筑的比重约为 4.07%。

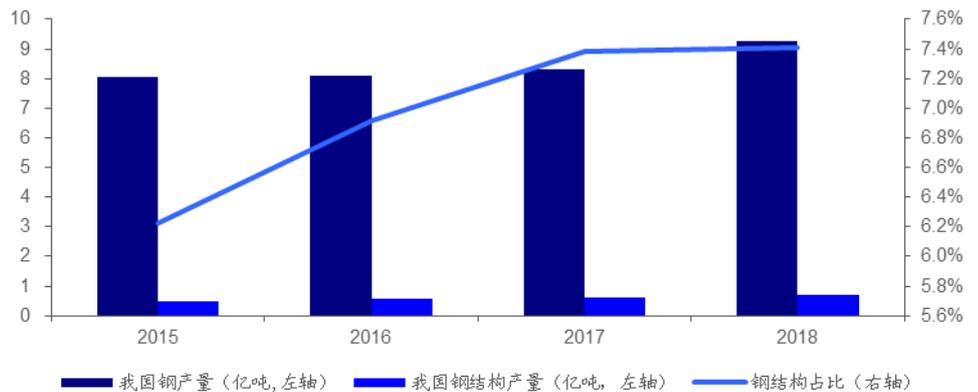
图8 2019年装配式建筑中预制PC占主导，钢结构次之



资料来源：国家统计局，海通证券研究所

与国外发达国家相比，我国钢结构应用空间广阔。从钢结构产量来看，根据全国建筑钢结构行业统计数据显示，2018 年全国钢结构产量 6874 万吨，钢结构产量占钢产量的 7.4%，较发达国家平均 30% 的比重仍有较大差距。从市场应用看，目前建筑钢结构主要使用在大型公共建筑、商业建筑中，而在学校、医院等小型公共建筑和住宅等领域内使用较少。但钢结构因其抗震、环保、可施工速度快等优点而日益受到政策的推动。2019 年 3 月住建部《关于印发住房和城乡建设部建筑市场监管司 2019 年工作要点的通知》中明确提出“开展钢结构装配式住宅建设试点”；2020 年 7 月 24 日，住建部联合包括银保监会在内等六部门提出推广装配化建造方面，提出大力发展钢结构等装配式建筑，新建公建原则上采用钢结构，同时提出加强有关财政金融支持。

图9 我国钢结构产量占比仍较小，与国外发达国家相距较远



资料来源：中国建筑金属结构协会，wind，海通证券研究所

3. 公司产能领先，规模优势和管理优势凸显，现金流明显改善

3.1 公司产能领先，并不断扩张，订单落地促使产量增加

公司产能领先，继续扩张计划。公司拥有合肥、武汉、金寨、重庆、涡阳等大型装配式钢结构建筑及智能停车设备研发制造基地，2019 年底产能达 240 万吨，2021 年产能目标达 400 万吨。公司 240 万吨的产能在行业内已是领先水平，东南网架产能为 84 万吨左右，中国建筑旗下钢结构生产制造平台——中建科工，其产能超过 120 万吨，与

公司产能仍有一定差距。

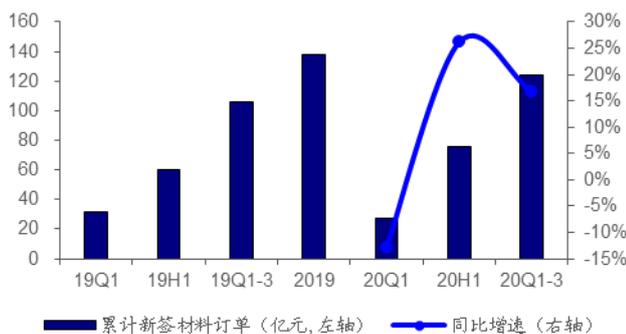
图10 公司装配式钢结构生产基地分布较广，产能领先



资料来源：公司官网，海通证券研究所

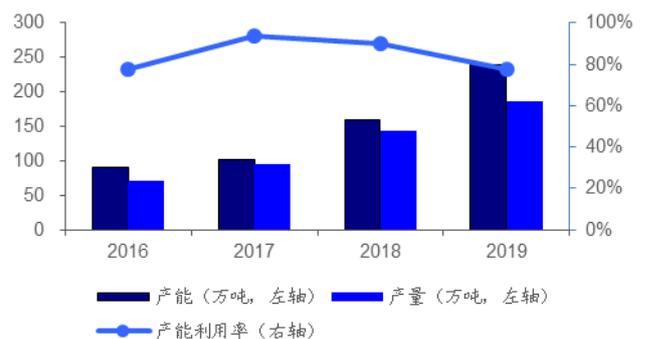
订单不断增加，产量也随之增加。随着行业景气度的提升，公司钢结构制造业务订单发展迅猛，2020Q1-3 新签材料订单 123.88 亿元，同比增长 16.69%。随着订单的不断落地，公司产量增加，产能利用率也达到一定规模，2019 年产量 187 万吨左右，较 2016 年的 70 万吨，增长了 166%。

图11 公司材料订单增长较快



资料来源：公司经营公告，海通证券研究所，20Q1 新签订单主要是材料订单

图12 随着订单逐渐落地，公司产量不断增加



资料来源：公司年报，海通证券研究所

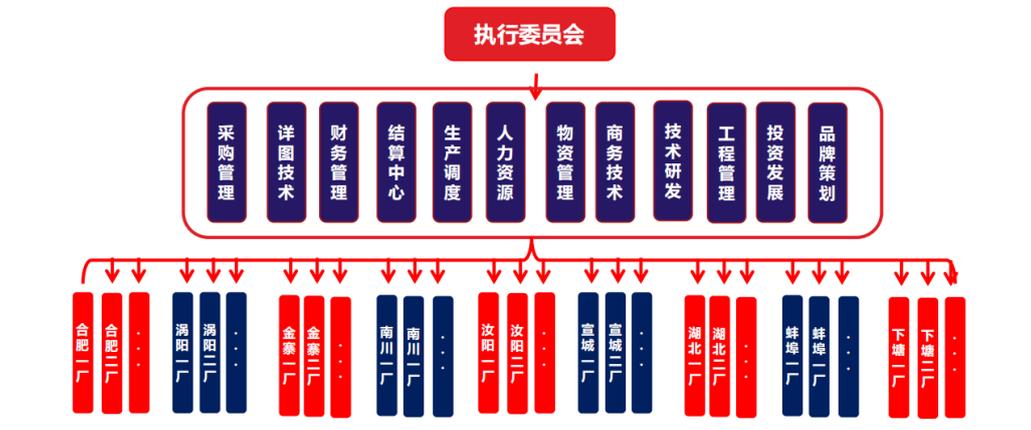
3.2 公司规模效应叠加扁平化管理，费用率下降，盈利能力提升

公司规模效应将导致成本下降。公司产能增长较快，2019 年达到 240 万吨，产量也随着产能投产及订单落地不断增加，2019 年钢结构产量达 187 万吨。我们认为对于生产制造企业来说，产量的增加将产生规模效应，有效摊薄单位成本，降低费用率。主要体现在：1) 规模采购优势：可以大大降低采购成本及物资周转效率；2) 规模生产优势：增强大、急、难项目的快速交货能力。

“扁平化管理”模式可降低管理费用,并减少管理风险。公司采用扁平化管理模式,所有工厂包括采购、销售、商务、技术、财务及人力资源等都实现总部统一管理,

各工厂为生产成本中心,实现集中管控,一方面可以降低管理费用;另一方面可以减少管理风险,不会因为人员的不稳定造成不必要的损失,对不合格的基地总经理或厂长车间主任可以随时换岗。

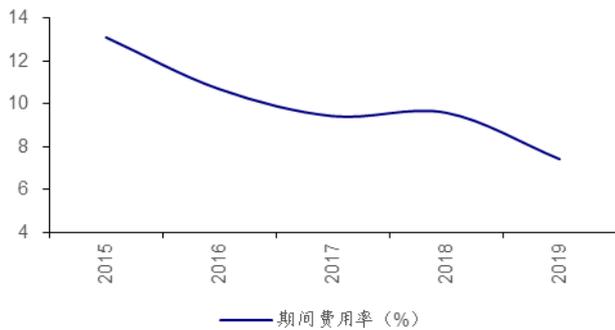
图13公司“扁平化”管理模式



资料来源:公司官网,海通证券研究所

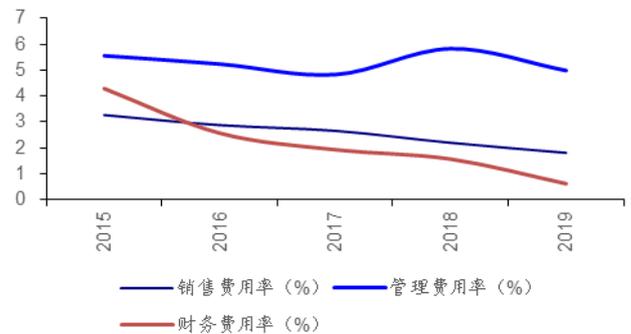
规模效应叠加“扁平化”管理模式降低费用率。公司采用扁平化管理模式,以及规模效应的显现,公司费用率明显降低。期间费用率由2015年的13.11%下降到7.42%,其中销售费用率由3.27%下降到1.81%,管理费用率由5.56%下降到4.99%,财务费用率由4.29%下降到0.62%。

图14公司期间费用率呈下降趋势



资料来源:wind,海通证券研究所

图15公司销售、管理、财务费用率均呈下降趋势



资料来源:wind,海通证券研究所

3.3 公司钢结构产品结算模式更优,经营现金流持续改善

公司钢结构产品结算模式改善付款条件。公司钢结构产品的结算模式为在签订销售订单时,客户一般预付10-30%的货款。公司在产品发货确认收入后,除部分优质和合作稳定的客户外,即尽快与对方结清货款。对订单额稳定增长且回款情况良好、资金实力强、信用记录良好的优质客户,授予一定的信用额度,在额度内给予赊销。相比于传统的工程施工项目,付款情况明显好转,由于工程项目工期和货款结算周期时间较长,工程结束后往往还需要预留一部分的质保金(一般1~2年);同时,工程项目的客户主要为一些大型国有企业,客户内部本身的付款审批和付款节奏也相对较慢,会增加公司应收账款规模。

公司经营现金流明显改善。由于钢结构产品的付款条件更优,随着钢结构产品业务

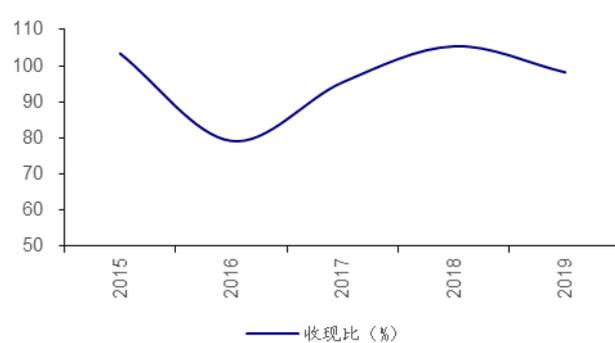
的比重不断提升, 公司经营现金流得到明显改善, 经营现金流净额由 2015 年的 -0.32 亿元增加到 2019 年的 8.71 亿元, 2016 年收现比为 79.20%, 2018 为 105.40%, 2019 年为 98.19%, 呈提升趋势。

图16 公司经营现金流不断改善



资料来源: wind, 海通证券研究所

图17 2016-2019 年公司收现比呈提升趋势, 回款条件好转



资料来源: wind, 海通证券研究所

4. 盈利预测与评级

1、我们预计公司钢结构业务将实现较快增长, 2020、2021、2022 年营收分别增长 30%、30%、20%, 毛利率有所提升;

2、我们预计公司装配式建筑业务将实现较快增长, 2020、2021、2022 年营收分别增长 30%、30%、20%, 毛利率保持稳定;

3、我们预计公司钢结构围护业务将实现较快增长, 2020、2021、2022 年营收分别增长 30%、30%、20%, 毛利率保持稳定;

4、我们预计公司其他业务将实现一定增长, 2020、2021、2022 年营收分别增长 10%、10%、10%, 毛利率保持稳定。

表 2 分项业务预测表

钢结构	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入 (百万元)	5928.92	8064.96	10484.45	13629.78	16355.74
增长率	37.18%	36.03%	30.00%	30.00%	20.00%
主营业务成本 (百万元)	5200.26	7137.49	9173.89	11857.91	14164.07
主营业务利润 (百万元)	728.66	927.47	1310.56	1771.87	2191.67
毛利率	12.29%	11.50%	12.500%	13.00%	13.400%
装配式建筑	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入 (百万元)	1323.66	1825.35	2372.96	3084.84	3701.81
增长率	—	37.90%	30.00%	30.00%	20.00%
主营业务成本 (百万元)	1151.05	1586.96	2063.05	2681.96	3218.35
主营业务利润 (百万元)	172.61	238.39	309.91	402.88	483.46
毛利率	13.04%	13.06%	13.06%	13.06%	13.06%
钢结构围护	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入 (百万元)	150.21	311.91	405.48	527.13	632.55
增长率	-20.41%	107.65%	30.00%	30.00%	20.00%
主营业务成本 (百万元)	120.06	262.57	341.34	443.74	532.48
主营业务利润 (百万元)	30.15	49.34	64.15	83.39	100.07
毛利率	20.07%	15.82%	15.82%	15.82%	15.82%
其他业务	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入 (百万元)	471.70	552.69	607.96	668.75	735.63
增长率	-9.65%	17.17%	10.00%	10.00%	10.00%
主营业务成本 (百万元)	173.11	239.70	263.67	290.04	319.04
主营业务利润 (百万元)	298.59	312.99	344.29	378.72	416.59
毛利率	63.30%	56.63%	56.63%	56.63%	56.63%
营业收入合计 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
综合增长率	56.46%	36.58%	28.97%	29.12%	19.63%
营业成本合计 (百万元)	6644.49	9226.72	11841.95	15273.65	18233.95
综合毛利率	15.62%	14.21%	14.63%	14.72%	14.90%

资料来源: 公司年报 (2018、2019)、海通证券研究所

钢结构装配式建筑行业方兴未艾, 高景气度有望持续, 公司作为行业龙头, 产能领先, 叠加规模优势、管理优势等, 业绩有望保持较快增长。我们预计公司 20-21 年 EPS 分别为 1.42 和 1.81 元, 给予 2021 年 25-30 倍市盈率, 合理价值区间 45.25-54.30 元, 首次覆盖, 给予“优于大市”评级。

表 3 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PS (倍)	PB (倍)
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2020E	2020E
002375.SZ	亚厦股份	135.74	0.73	0.32	0.42	13.88	31.58	24.27	1.19	1.36
002743.SZ	富煌钢构	29.47	0.49	0.30	0.42	13.72	22.31	15.99	0.66	1.13
均值			0.61	0.31	0.42	13.80	26.94	20.13	0.92	1.25

注: 收盘价为 2021 年 1 月 19 日价格, EPS 为 wind 一致预期

资料来源: Wind, 海通证券研究所

5. 风险提示

回款风险, 业务拓展风险, 政策风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	10755	13871	17911	21426
每股收益	1.07	1.42	1.81	2.20	营业成本	9227	11842	15274	18234
每股净资产	9.43	10.63	12.17	14.04	毛利率%	14.2%	14.6%	14.7%	14.9%
每股经营现金流	1.66	1.87	1.93	2.44	营业税金及附加	78	100	130	155
每股股利	0.25	0.21	0.27	0.33	营业税金率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
价值评估 (倍)					营业费用	194	250	323	387
P/E	46.00	34.69	27.11	22.37	营业费用率%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
P/B	5.21	4.62	4.03	3.50	管理费用	233	301	389	465
P/S	2.39	1.85	1.44	1.20	管理费用率%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
EV/EBITDA	6.41	15.83	12.61	10.50	EBIT	719	985	1290	1580
股息率%	2.4%	0.6%	0.7%	0.9%	财务费用	67	103	144	175
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.6%	0.7%	0.8%	0.8%
毛利率	14.2%	14.6%	14.7%	14.9%	资产减值损失	1	0	0	0
净利润率	5.2%	5.3%	5.3%	5.4%	投资收益	-49	-20	-23	-31
净资产收益率	11.3%	13.3%	14.9%	15.6%	营业利润	671	892	1143	1385
资产回报率	4.4%	4.9%	5.2%	5.4%	营业外收支	7	7	8	10
投资回报率	10.7%	12.6%	13.9%	14.9%	利润总额	678	899	1151	1394
盈利增长 (%)					EBITDA	956	1263	1616	1958
营业收入增长率	36.6%	29.0%	29.1%	19.6%	所得税	119	158	202	245
EBIT 增长率	30.8%	37.1%	30.9%	22.5%	有效所得税率%	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%
净利润增长率	34.4%	32.6%	28.0%	21.2%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	559	741	949	1150
资产负债率	61.3%	63.1%	65.1%	65.2%	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
流动比率	1.2	1.2	1.2	1.2	货币资金	1275	1803	1970	2143
速动比率	0.5	0.5	0.5	0.5	应收账款及应收票据	1677	1976	2601	3170
现金比率	0.2	0.2	0.2	0.2	存货	4657	5223	6695	8043
经营效率指标					其它流动资产	605	803	940	1057
应收帐款周转天数	56.3	52.0	53.0	54.0	流动资产合计	8214	9806	12206	14412
存货周转天数	165.1	161.0	160.0	161.0	长期股权投资	12	12	12	12
总资产周转率	0.9	1.0	1.1	1.1	固定资产	2933	3469	4002	4486
固定资产周转率	4.2	4.3	4.8	5.0	在建工程	359	408	463	516
					无形资产	766	930	1091	1238
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	非流动资产合计	4539	5287	6036	6720
净利润	559	741	949	1150	资产总计	12753	15093	18242	21132
少数股东损益	0	0	0	0	短期借款	1548	1962	2214	2255
非现金支出	294	278	327	378	应付票据及应付账款	3729	4218	5482	6594
非经营收益	64	132	178	216	预收账款	872	1125	1452	1737
营运资金变动	-46	-169	-441	-463	其它流动负债	862	1015	1215	1388
经营活动现金流	871	982	1012	1280	流动负债合计	7011	8320	10363	11975
资产	-1352	-1019	-1068	-1052	长期借款	109	509	809	1109
投资	0	0	0	0	其它长期负债	694	694	694	694
其他	30	-20	-23	-31	非流动负债合计	804	1204	1504	1804
投资活动现金流	-1322	-1039	-1091	-1082	负债总计	7814	9523	11867	13779
债权募资	465	414	252	341	实收资本	524	524	524	524
股权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	4938	5569	6375	7354
其他	8	171	-5	-367	少数股东权益	0	0	0	0
融资活动现金流	473	585	246	-25	负债和所有者权益合计	12753	15093	18242	21132
现金净流量	22	529	167	172					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 01 月 19 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

李富华 建筑工程行业
张欣劼 建筑工程行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 中国建筑国际,中材国际,中国铁建,中国建筑,精工钢构,中国中铁,中钢国际,华设集团,华阳国际,苏文科,金螳螂,中国化学

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“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客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究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。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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

余文心 所长助理
(0755)82780398 ywx9461@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
梁中华(021)23219820 lzh13508@htsec.com
联系人
应镓娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com
侯欢(021)23154658 hh13288@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
联系人
孙丁茜(021)23212067 sdq13207@htsec.com
张耿宇(021)23212231 zgy13303@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com
黄雨薇(021)23219645 hyw13116@htsec.com
张弛(021)23219773 zc13338@htsec.com
邵飞(021)23219819 sf13370@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com
张紫睿(021)23154484 zzz13186@htsec.com
孙丽萍(021)23154124 slp13219@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒 lsx11330@htsec.com
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
周旭辉 zxh12382@htsec.com
唐一杰(021)23219406 tj11545@htsec.com
联系人
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相美(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
范国钦 02123154384 fgg12116@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
孟陆 86 10 56760096 ml13172@htsec.com
周航(021)23219671 zh13348@htsec.com
朱赵明(021)23154120 zzm12569@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
联系人
房乔华 021-23219807 fqh12888@htsec.com
郑蕾 23963569 zl12742@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com

批发和零售贸易行业

李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨凡(010)58067828 yf11127@htsec.com

电子行业 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 周旭辉 zhx12382@htsec.com 联系人 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com	煤炭行业 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com
基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 于成龙(021)23154174 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com 联系人 杨蒙(0755)23617756 ym13254@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张峰青(021)23219383 zzq11650@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 李芳洲(021)23154127 l fz11585@htsec.com 联系人 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 l yj12399@htsec.com 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 陈宇(021)23219442 cy13115@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com 吉晟(021)23154653 js12801@htsec.com 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
建筑工程行业 张欣劼 zxj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf112225@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
军工行业 张恒昶 zhx10170@htsec.com 张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com	银行行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23154395 ljl12245@htsec.com 联系人 董栋梁(021)23219356 ddl13026@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 许耀之(755)82900465 xy121630@htsec.com 联系人 毛弘毅(021)23219583 mhy13205@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com 联系人 柳文韬(021)23219389 lw113065@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队 蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com 巩柏舍 gbh11537@htsec.com 滕雪竹 txz13189@htsec.com	上海地区销售团队 胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com 李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com 马晓男 mxn11376@htsec.com 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com 张思宇 zsy11797@htsec.com 王朝领 wcl11854@htsec.com 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com 董晓梅 dxm10457@htsec.com	北京地区销售团队 殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com 郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com 郭金焱(010)58067851 gjy12727@htsec.com 张钧博 zjb13446@htsec.com 高瑞 gr13547@htsec.com
---	---	---

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：（021）23219000
传真：（021）23219392
网址：www.htsec.com