

东南网架 (002135.SZ)

双引擎战略发力，钢构龙头新征程

钢结构业务驱动快速成长。公司为技术、品牌与过往业绩突出的大型钢结构龙头，以大跨度空间结构闻名于业内，代表作包括“中国天眼”、“水立方”等。目前公司业务主要由钢结构与化纤两部分构成。公司2019年在钢结构领域提出“一号工程+装配式EPC”双引擎发展战略，目前已取得良好效果，据中报数据及三季度经营情况推算，预计钢结构业务2020Q1-3实现营收约47.4亿元，同比增长预计约21%；实现归母净利润预计约4.4亿元，同比大幅增长预计约104%，盈利增长强劲，是公司业绩增长的主要驱动力。公司化纤业务今年前三季度受疫情影响，亏损预计约1.3亿元，但我们判断其经营情况已触底，未来在公司收入与利润中占比将持续下降、影响不断减小。

钢结构行业进入黄金发展期，EPC模式促集中度加速提升。钢结构具备高效、绿色环保、抗震性好、可循环利用等优势，符合绿色建筑发展大趋势。在当前政策持续大力推广、与传统结构建筑成本差不断缩小背景下，钢结构需求有望快速增长，行业步入黄金发展期。此外，政策明确鼓励钢结构建造采用工程总承包（EPC）模式，设计、制造、施工综合能力突出的钢结构龙头将集中受益，市占率将加速提升、盈利回款将不断改善。

钢构分包业务聚焦“一号工程”，技术、品牌优势突出。在钢结构专业分包领域，公司主要聚焦各地“一号工程”，包括国家级工程、机场航站楼、体育场馆等规模较大、具有标志性、科技含量高的钢构工程，该类项目招投标门槛高，回款与利润有保障。公司钢构技术实力雄厚，是国家发改委认定的“装配式钢结构住宅低碳技术创新及产业化示范基地”及“住建部首批国家装配式建筑产业基地”，持续参与建设大量国家级重大“高、精、尖、难”钢结构项目。公司凭借过往的业绩及技术优势有望持续承接“一号工程”，在不断积累品牌影响力同时，驱动业绩增长。

装配式EPC业务聚焦医院、学校、会展中心，细分市场优势显著。随着2019年取得建筑工程施工总承包一级资质，公司开始大力开拓EPC业务，重点聚焦医院、学校、场馆领域。公司依托集团大健康资源及运营经验开拓医院EPC市场具有显著优势；依托大跨度技术优势开拓场馆及会展中心市场优势明显；依托大量细分市场经验优势开拓学校市场成果显著。今年以来公司EPC和钢结构订单快速增长，2020Q1-3累计新签钢构类订单约90亿元，同增45%，其中EPC订单占比或已超过60%，随着高毛利EPC订单不断向收入转化，公司有望持续较快成长。

投资建议：我们预测2020-2022年公司归母净利润分别为3.8/5.2/7.0亿元，同比增长40%/38%/35%，EPS分别为0.36/0.50/0.68元，2019-2022年CAGR为38%，当前股价对应PE为23/17/12倍，考虑到行业景气度及公司增长潜力，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：业务拓展不及预期风险、化纤业务盈利持续下行风险等。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,695	8,976	10,496	12,657	15,625
增长率 yoy (%)	11.6	3.2	16.9	20.6	23.4
归母净利润(百万元)	171	267	375	518	700
增长率 yoy (%)	64.8	56.7	40.1	38.1	35.3
EPS最新摊薄(元/股)	0.17	0.26	0.36	0.50	0.68
净资产收益率(%)	4.5	6.0	8.2	10.0	12.0
P/E(倍)	50.0	31.9	22.8	16.5	12.2
P/B(倍)	2.1	2.0	1.8	1.7	1.5

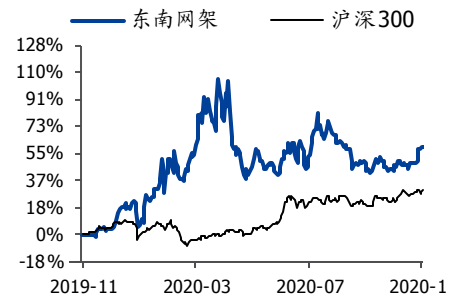
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入(首次)

股票信息

行业	专业工程
最新收盘价	8.26
总市值(百万元)	8,544.16
总股本(百万股)	1,034.40
其中自由流通股(%)	92.53
30日日均成交量(百万股)	5.77

股价走势



作者

分析师 何亚轩

执业证书编号: S0680518030004

邮箱: heyaxuan@gszq.com

分析师 夏天

执业证书编号: S0680518010001

邮箱: xiatian@gszq.com

分析师 廖文强

执业证书编号: S0680519070003

邮箱: liaowenqiang@gszq.com

相关研究



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	7877	8574	9608	11448	13891
现金	1143	1168	1050	1266	1562
应收票据及应收账款	3065	3294	3895	4628	5789
其他应收款	99	79	129	121	187
预付账款	95	83	125	126	184
存货	3304	3742	4201	5099	5961
其他流动资产	171	208	208	208	208
非流动资产	2449	2869	3184	3460	3598
长期投资	300	289	276	261	246
固定资产	1758	1638	1962	2247	2396
无形资产	207	201	199	199	202
其他非流动资产	185	741	747	752	753
资产总计	10327	11443	12792	14908	17489
流动负债	6251	6785	7786	9419	11347
短期借款	1712	1737	1833	2224	2529
应付票据及应付账款	3852	4461	5189	6354	7779
其他流动负债	688	587	764	841	1039
非流动负债	29	251	237	206	156
长期借款	0	225	211	179	130
其他非流动负债	29	26	26	26	26
负债合计	6280	7037	8023	9624	11504
少数股东权益	13	129	143	157	177
股本	1034	1034	1034	1034	1034
资本公积	2086	2086	2086	2086	2086
留存收益	913	1158	1505	1979	2623
归属母公司股东权益	4034	4278	4625	5127	5808
负债和股东权益	10327	11443	12792	14908	17489

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-39	320	343	452	554
净利润	181	265	389	531	720
折旧摊销	204	201	169	210	247
财务费用	72	64	82	95	107
投资损失	2	21	3	4	5
营运资金变动	-568	-281	-301	-387	-525
其他经营现金流	70	51	0	0	0
投资活动现金流	-461	-518	-486	-490	-390
资本支出	143	520	328	290	153
长期投资	-312	-1	14	14	15
其他投资现金流	-630	1	-145	-185	-221
筹资活动现金流	66	174	-71	-137	-172
短期借款	476	25	0	0	0
长期借款	-100	225	-14	-32	-49
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-6	0	0	0	0
其他筹资现金流	-303	-76	-57	-105	-123
现金净增加额	-430	-24	-215	-174	-9

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	8695	8976	10496	12657	15625
营业成本	7759	7937	9214	11021	13493
营业税金及附加	22	22	39	39	46
营业费用	28	29	37	52	69
管理费用	165	190	227	290	377
研发费用	397	401	472	583	745
财务费用	72	64	82	95	107
资产减值损失	71	-1	0	0	0
其他收益	12	10	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-2	-21	-3	-4	-5
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	189	282	422	574	784
营业外收入	7	23	13	12	14
营业外支出	3	2	3	3	3
利润总额	194	303	433	583	795
所得税	12	38	43	53	75
净利润	181	265	389	531	720
少数股东损益	11	-2	15	13	20
归属母公司净利润	171	267	375	518	700
EBITDA	467	588	684	888	1149
EPS (元/股)	0.17	0.26	0.36	0.50	0.68

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	11.6	3.2	16.9	20.6	23.4
营业利润 (%)	69.8	49.0	49.8	36.0	36.6
归属母公司净利润 (%)	64.8	56.7	40.1	38.1	35.3
获利能力					
毛利率 (%)	10.8	11.6	12.2	12.9	13.6
净利率 (%)	2.0	3.0	3.6	4.1	4.5
ROE (%)	4.5	6.0	8.2	10.0	12.0
ROIC (%)	4.2	5.4	6.9	8.1	9.6
偿债能力					
资产负债率 (%)	60.8	61.5	62.7	64.6	65.8
净负债比率 (%)	17.3	18.6	22.5	23.1	19.8
流动比率	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.7	0.7	0.7	0.6	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.9	0.9	1.0
应收账款周转率	2.8	2.8	2.9	3.0	3.0
应付账款周转率	2.0	1.9	1.9	1.9	1.9
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.17	0.26	0.36	0.50	0.68
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.04	0.31	0.33	0.44	0.54
每股净资产 (最新摊薄)	3.90	4.14	4.47	4.96	5.62
估值比率					
P/E	50.0	31.9	22.8	16.5	12.2
P/B	2.1	2.0	1.8	1.7	1.5
EV/EBITDA	19.8	16.1	14.3	11.2	8.6

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

1. 公司概况：核心竞争力突出的钢构龙头	5
1.1. 技术、品牌与过往业绩突出的钢构龙头	5
1.2. 钢结构业务处于快速成长期	6
1.3. 化纤业务或已触底，影响有望不断减小	8
2. 行业分析：钢结构需求空间广阔，市场集中度加速提升	9
2.1. 钢结构性能突出，政策驱动迎快速发展期	9
2.2. 轨交、学校、医院、场馆需求广阔，钢结构住宅有望成为行业新动力	11
2.3. EPC 模式在钢结构领域加速推广，龙头公司市占率持续提升	13
3. 技术品牌优势显著，“一号工程+装配式 EPC”双引擎驱动快速发展	14
3.1. 技术、品牌、过往业绩突出，助力开拓“一号工程”市场	14
3.2. 装配式 EPC 聚焦医院、学校、场馆，细分市场优势显著	15
3.2.1. 依托集团大健康资源开拓医院 EPC 市场	16
3.2.2. 依托大跨度技术优势开拓场馆及会展中心项目	16
3.2.3. 学校 EPC 项目领域经验丰富，优势显著	17
3.3. 钢结构产能持续提升，积极布局先进制造产能	17
4. 盈利预测、估值及投资建议	18
4.1. 盈利预测	18
4.2. 估值及投资建议	19
5. 风险提示	20

图表目录

图表 1: 公司历史沿革	5
图表 2: 公司业务类型占比情况	5
图表 3: 公司业务结构分地区占比	5
图表 4: 公司钢结构业务细分构成	6
图表 5: 公司股权结构	6
图表 6: 公司历年营收及增速	7
图表 7: 公司历年归母净利润及增速	7
图表 8: 公司历年毛利率与净利率	7
图表 9: 公司历年经营性现金流量净额	7
图表 10: 公司季度新签钢结构订单情况	8
图表 11: 公司化纤业务历年营收及增速	8
图表 12: 钢结构与传统现浇建筑的主要优劣势分析	9
图表 13: 我国钢结构主要政策汇总	10
图表 14: 日本已开工建筑主要结构占比	11
图表 15: 我国历年新增轨道交通车站数	11
图表 16: 我国历年新增医院数量	12
图表 17: 我国历年新增三甲医院数量	12
图表 18: 我国历年各类各级学校总数	12
图表 19: 我国历年在建展览馆数量及面积	13
图表 20: 我国历年待建展览馆数量及面积	13
图表 21: 未来钢结构住宅市场规模敏感性测算（亿元）	13

图表 22: 含钢结构的工程项目收入分布示意图.....	14
图表 23: 公司一号工程代表项目.....	15
图表 24: "中国天眼"项目.....	15
图表 25: 江门中微子探测器.....	15
图表 26: 公司中标医院类项目列表.....	16
图表 27: 公司仅用 85 天时间以 EPC 模式建成"云栖小镇会展中心".....	17
图表 28: 公司仅用 180 天以 EPC 模式建成"联合国地理信息展览馆".....	17
图表 29: 公司中标学校类项目列表.....	17
图表 30: 公司历年钢结构产量.....	18
图表 31: 公司营收成本毛利拆分预测表(亿元).....	19
图表 32: 可比 A 股公司估值表.....	20

1. 公司概况：核心竞争力突出的钢构龙头

1.1. 技术、品牌与过往业绩突出的钢构龙头

公司前身为成立于1984年的杭州东南网架厂，经过多年的发展，公司已成为集设计、制作、安装于一体的大型钢结构上市公司，为国家大跨度空间结构产业化基地实施单位、国家高新技术企业。公司具有房屋建筑施工总承包壹级、钢结构工程专业承包壹级、钢结构制造特级、设计甲级、建筑金属屋（墙）面设计与施工特级等资质，承接了“中国天眼”——500米口径球面射电望远镜（FAST）、江门中微子探测器、国家游泳中心“水立方”、北京首都机场T3A航站楼、杭州奥体博览中心主体育场、云栖小镇国际会展中心等国内外标志性工程，业内知名度较高。

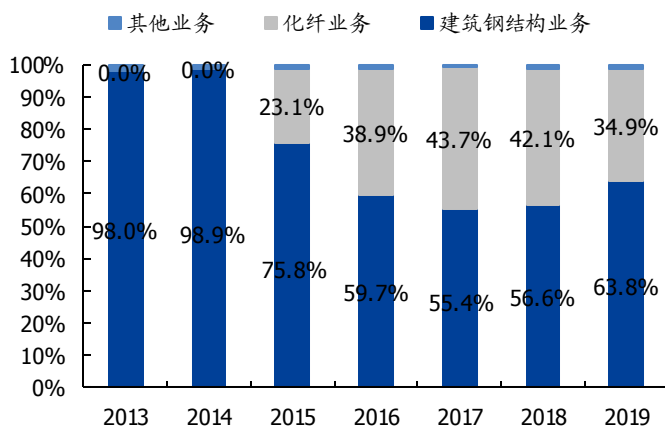
图表 1: 公司历史沿革



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

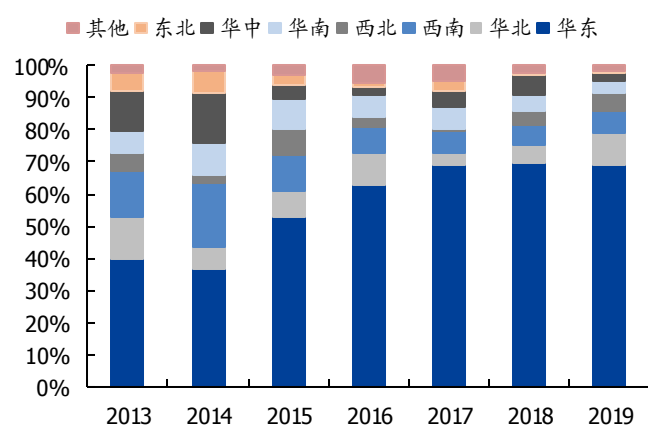
目前公司业务主要由钢结构与化纤两部分构成。公司钢结构业务包括钢结构建筑及围护系统的设计、制造、安装以及总承包业务等。2019年公司钢结构业务实现57.2亿元，占总营收比重达到64%，近三年比重逐年提升。从产品类型看，钢结构业务主要由空间钢结构、高层重钢结构、轻钢结构3项构成，2019年占比分别为43%/42%/16%，近几年来高层重钢结构占比呈上升趋势。公司化纤业务主要产品包括POY、FDY、聚酯切片等，主要应用于服装、家纺和产业用纺织品等领域。2019年公司化纤业务实现营收31.3亿元，占比约35%，呈逐年下降趋势。

图表 2: 公司业务类型占比情况



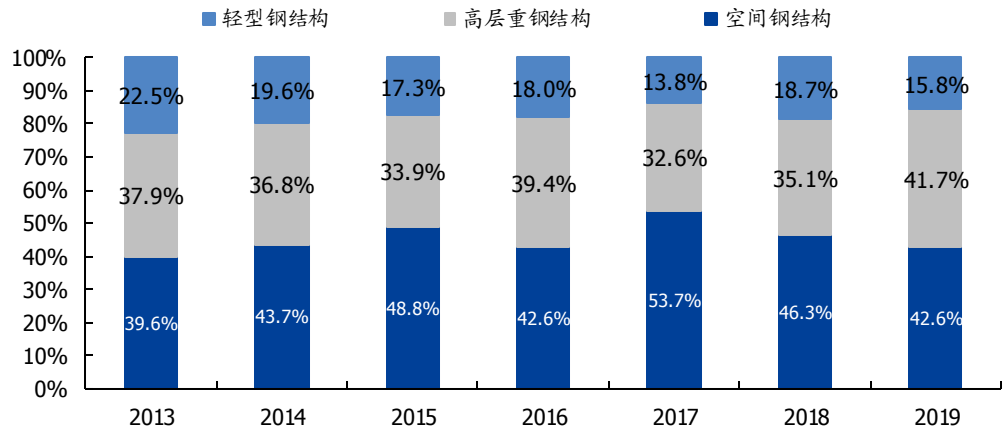
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 3: 公司业务结构分地区占比



资料来源：Wind，国盛证券研究所

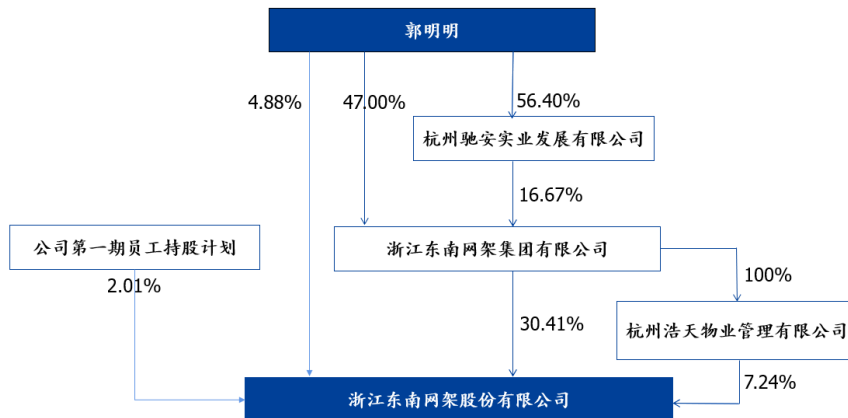
图表 4: 公司钢结构业务细分构成



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

公司实际控制人为郭明明先生; 西藏信托有限公司-西藏信托-智昂 5 号集合资金信托计划为公司第一期员工持股计划, 于 2019 年 5 月份购买完成, 目前占公司总股本的 2.01%; 杭州浩天物业管理有限公司是浙江东南网架集团全资子公司。

图表 5: 公司股权结构

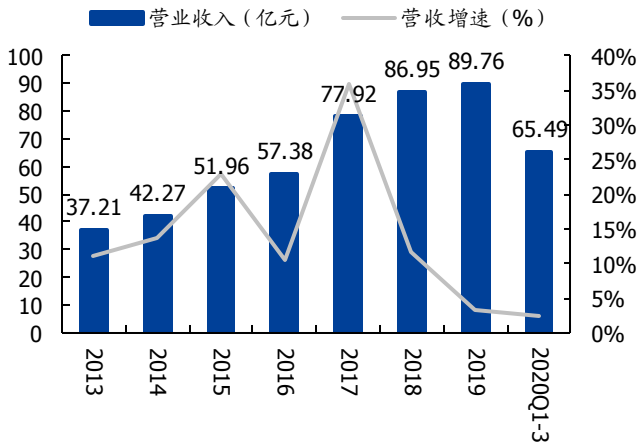


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.2. 钢结构业务处于快速成长期

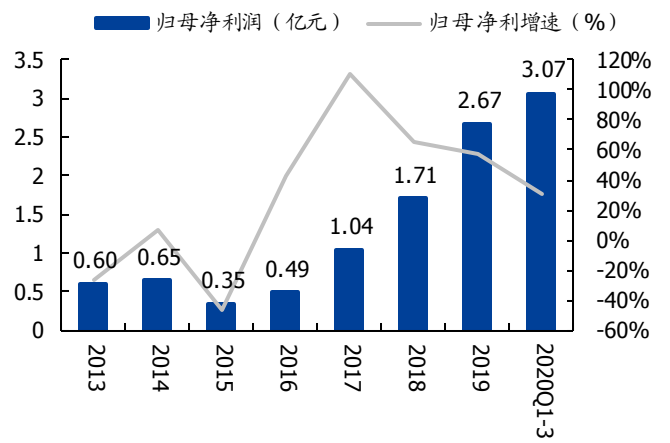
公司 2019/2020Q1-3 分别实现营收 89.8/65.5 亿元, 同比增长 3.2%/2.4%; 分别实现归母净利润 2.7/3.1 亿元, 同比增长 57%/31%。随着 2019 年开始深入实践“一号工程+装配式 EPC”战略, 公司盈利能力持续向好。无论是一号工程还是装配式 EPC 项目, 其现金流、毛利率情况均要好于一般钢结构分包项目, 推动公司利润水平提升与现金流改善。

图表 6: 公司历年营收及增速



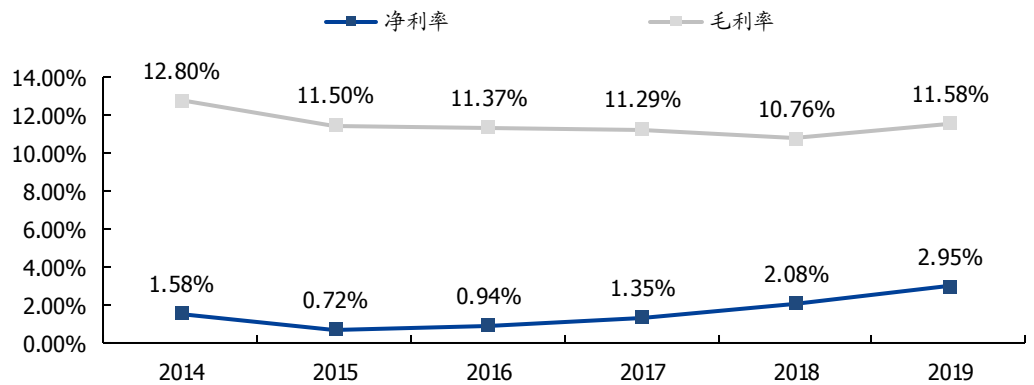
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: 公司历年归母净利润及增速



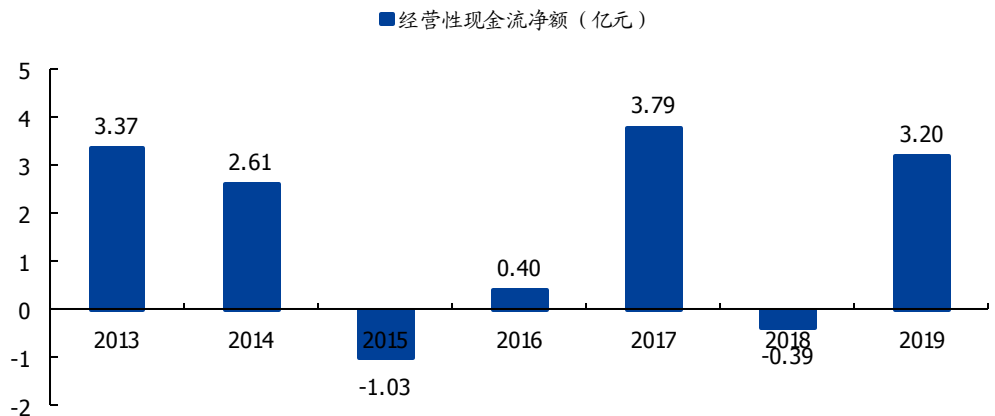
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 公司历年毛利率与净利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

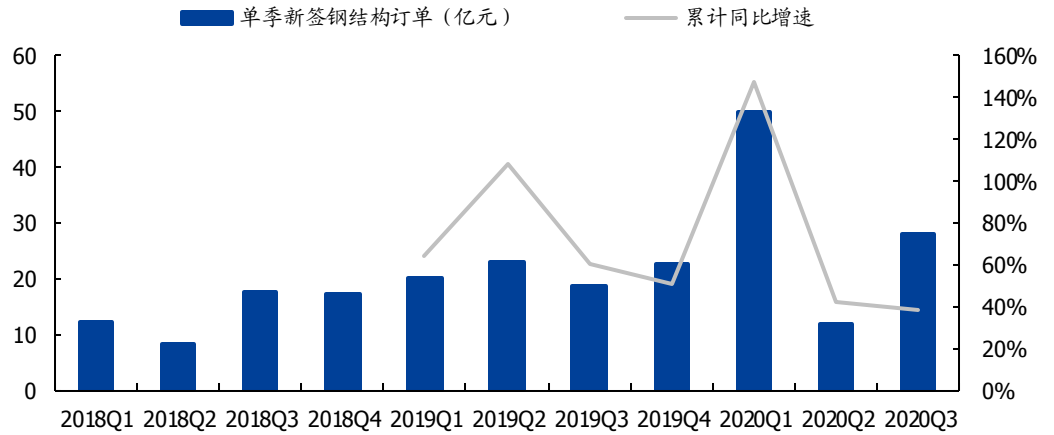
图表 9: 公司历年经营性现金流量净额



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2019年以来公司钢结构业务订单保持较高增速，2020Q1-3 累计新签钢结构订单约 90 亿元，同增 38%；Q3 单季增长 51%。后续随着公司钢结构订单持续向收入转化，公司有望步入快速增长期。

图表 10: 公司季度新签钢结构订单情况

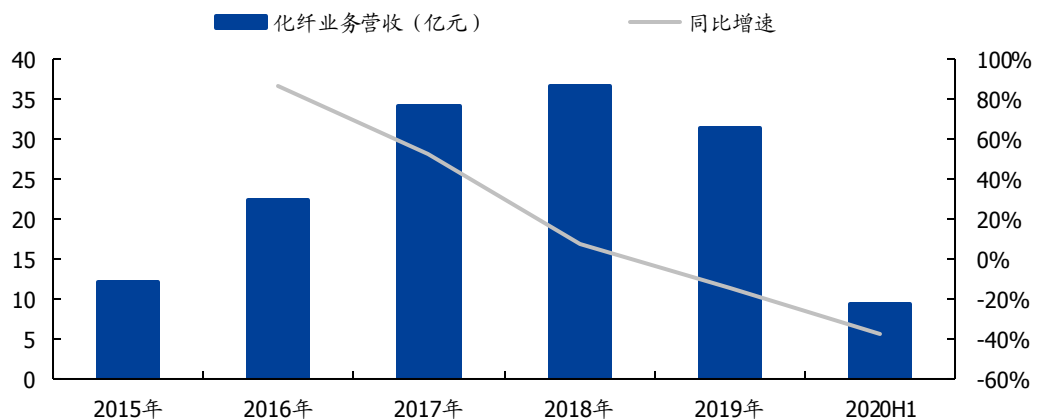


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.3. 化纤业务或已触底，影响有望不断减小

2019 年以来受到新冠疫情影响，公司化纤业务下游需求出现萎缩；2020 年原油价格大幅下跌不仅使公司产品售价下降影响收入，同时也使公司库存原材料存货减值增多。2020H1 公司化纤业务收入 9.3 亿元，占比已下降至约 20%左右，实现亏损约 9000 万元。当前化纤行业景气度已触底，未来有望逐步回升，公司化纤业务最坏时期或已过去，未来在公司收入与利润中占比将持续下降、影响不断减小。

图表 11: 公司化纤业务历年营收及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2. 行业分析：钢结构需求空间广阔，市场集中度加速提升

2.1. 钢结构性能突出，政策驱动迎快速发展期

钢结构建筑性能、效率优势显著。相比传统现浇钢筋混凝土建筑，钢结构建筑具有模块化、标准化的特点，特点鲜明性能优越，主要的组成部件均可在工厂内进行制造加工，再通过现场施工安装。除了具备装配式建筑绿色环保、施工工时短等优点外，钢结构建筑具备安全、提高单位面积土地使用效率、自重轻、材料回收与循环利用等优势，符合建筑产业化及绿色建筑的趋势。随着钢结构建筑技术水平的不断提升、行业规模效应扩大、同时传统现浇施工成本持续上升，未来钢结构建筑的成本有望逐渐接近钢筋混凝土建筑成本，长期成长空间巨大。

图表 12: 钢结构与传统现浇建筑的主要优劣势分析

项目	钢结构	传统现浇
建筑重量	较轻	较重
环保	材料可回收与循环利用	难以回收，容易形成建筑垃圾
施工方式	螺栓、焊接	现场浇筑
施工时间	现场拼装，现场工期短	施工周期长
工序特点	工序灵活，可以交叉作业	需要一层一层施工，且需等待混凝土凝固
空间占用	无大梁大柱，增加室内面积，可实现大跨度	承重梁柱较多，占用室内面积，不可大跨度
抗震性	允许较大位移，抗震性好	抗争性能弱，振动容易开裂
耐火性	温度升高会影响结构稳定，但可添加合金元素或使用涂料解决	现浇混凝土耐火性强，不易变形
防腐性	较易腐蚀，但可使用涂料或镀锡增强耐腐蚀性	不易被腐蚀
成本趋势	目前成本略高，但趋势向下	目前成本低，但成本上升压力增大

资料来源：国盛证券建筑团队总结，国盛证券研究所

政策加速推广钢结构建筑。2013年，国务院《关于化解产能严重过剩矛盾的指导性意见》明确提出，在建筑领域应优先采用、优先推广钢结构建筑。2016年，中共中央、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》和《国务院关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》也都明确提出发展钢结构建筑。2019年住建部连续2次在重要会议中提出要大力开拓钢结构装配式住宅建设试点，行业政策有所加速。2020年自年初钢结构在抗击新冠疫情中展现出超强优势后，住建部、卫健委、发改委等部门持续密集发布钢结构相关政策，其中提出了“新建公共建筑原则上采用钢结构”、“鼓励高震度地区的学校、医院、办公楼、酒店等公共建筑，以及大型展览馆、科技馆、体育场、机场、铁路等大跨度建筑优先采用钢结构”、“积极推进钢结构住宅和农房建设”等重要政策。

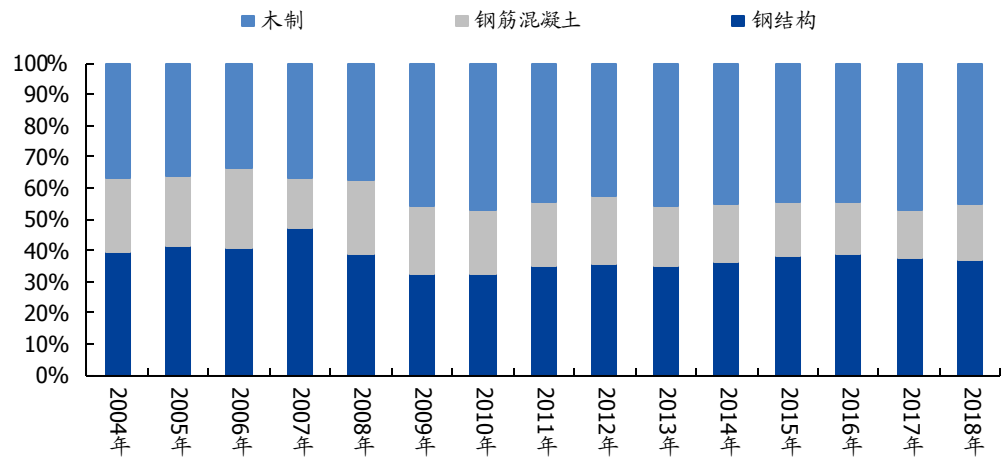
图表 13: 我国钢结构主要政策汇总

时间	发布单位	政策名称	主要内容
2013.10.6	国务院	《国务院关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》	指出“推广钢结构在建设领域的应用，提高公共建筑和政府投资建设领域钢结构使用比例，在地震等自然灾害高发地区推广轻钢结构集成房屋等抗震型建筑”。
2015.8.31	工业和信息化部、住房城乡建设部	《促进绿色建材生产和应用行动方案》	提出“发展钢结构建筑和金属建材。在文化体育、教育医疗、交通枢纽、商业仓储等公共建筑中积极采用钢结构，发展钢结构住宅。工业建筑和基础设施大量采用钢结构。在大跨度工业厂房中全面采用钢结构”。
2015.11.4	国务院	国务院常务会议	提出结合棚改和抗震安居工程等，展开钢结构建筑试点。
2016.2.1	国务院	《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》	指出推广应用钢结构建筑，结合棚户区改造、危房改造和抗震安居工程实施，开展钢结构建筑推广应用试点，大幅提高钢结构应用比例。
2016.2.6	中共中央、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》	指出在发展新型建筑方式方面加大政策支持力度，积极稳妥推广钢结构建筑。力争用 10 年左右时间，使装配式建筑占新建建筑的比例达到 30%。
2016.3.5		政府工作报告	提出积极推广绿色建筑和建材，大力发展钢结构和装配式建筑，提高建筑工程标准和质量。
2018.3	住建部、科技司	《2018 年工作要点》	扩大绿色建筑强制推广范围，力争到今年底，城镇绿色建筑占新建建筑比例达到 40%。
2018.12	住建部	全国住房和城乡建设工作会议	大力发展钢结构等装配式建筑，积极化解建筑材料、用工供需不平衡的矛盾，加快完善装配式建筑技术和标准体系。
2019.3	住建部	《建筑市场监管司 2019 年工作要点》	强调要选择部分地区开展钢结构装配式住宅建设试点。
2019.12	住建部	全国住房和城乡建设工作会议	“着力推进建筑业供给侧结构性改革，促进建筑产业转型升级”，“大力推进钢结构装配式住宅建设试点”。
2020.2	卫健委、住建部	《新型冠状病毒肺炎应急救治设施设计导则》	强调为应对新冠肺炎疫情防控严峻形势，鼓励传染病应急救治设施建设优先考虑轻型钢结构等装配式建筑，宜采用整体式、模块化的结构，特殊功能区域和链接部位可采用成品轻质板材现场组接。
2020.7	住建部、发改委、央行等七部委	《绿色建筑创建行动方案的通知》	1) 到 2022 年城镇新建建筑中绿色建筑面积占比达到 70%; 2) 推广装配化建造方式，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; 3) 编制钢结构装配式住宅常用构件尺寸指南，强化设计要求，规范构件选型，提高装配式建筑构配件标准化水平; 4) 推动装配式装修; 5) 打造装配式建筑产业基地，提升建造水平
2020.7	住建部	《关于大力发展钢结构建筑的意见（征求意见稿）》	明确提出“大力推广钢结构公共建筑，积极推进钢结构住宅和农房建设”，并“鼓励高震度地区的学校、医院、办公楼、酒店等公共建筑，以及大型展览馆、科技馆、体育场、机场、铁路等大跨度建筑优先采用钢结构”

资料来源：公开资料整理，国盛证券研究所

钢结构建筑行业中长期成长空间广阔。当前我国钢结构建筑技术体系逐渐成熟，但渗透率仍低，根据住建部公布数据，钢结构房屋建筑面积仅占全国房屋建筑面积 6% 左右，建筑钢结构用钢量约占钢产量的 5% 左右，而发达国家建筑钢结构用钢量要占钢产量的 10% 以上，美国、日本等国家更达到 30% 以上，未来我国钢结构建筑渗透率提升空间巨大。在当前政策推广加码、技术进步、成本下行背景下，我国钢结构需求有望持续较快增长，行业中长期成长空间广阔。

图表 14: 日本已开工建筑主要结构占比



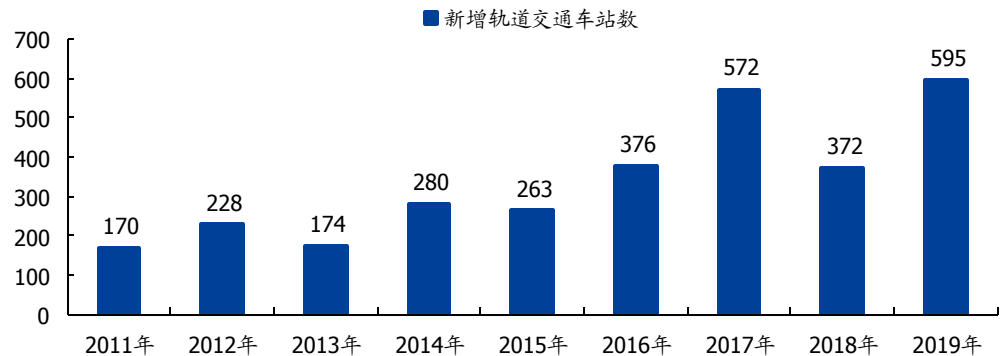
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.2. 轨交、学校、医院、场馆需求广阔，钢结构住宅有望成为行业新动力

轨交车站、机场：快速建设，仍处高增长阶段。轨道交通车站是城市内基础设施类的重要公共空间，每年建设量较大，且已较大比例采取钢结构方式建造，当前仍处于快速发展阶段。其中“城际高速铁路和城际轨道交通”被列入了新基建的7大领域之一，根据轨道交通协会数据，2019年我国完成轨交建设投资5959亿元，同增9%，2019年新增轨道交通车站595个，续创历史新高。预计“十四五”期间轨道交通网络将持续建设，带动相关钢结构建设需求提升。

机场与高铁站、地铁站类似，也是基建类重要公共空间，2013年以来，我国机场建设迎来一波小高峰，截至2019年，我国民用航空通航机场数为238个，吞吐量达到13.5亿人次，稳居世界第二位。2017年国家发展改革委、民用航空局联合印发的《关于印发全国民用运输机场布局规划的通知》中提出，到2025年，在现有(含在建)机场基础上新增布局机场136个，全国民用运输机场规划布局370个(规划建成约320个)。中长期看，我国民用机场基础设施仍处在积极建设、持续完善的阶段，考虑到钢结构非常适用于机场这类需要大跨度的公共空间，目前国内已基本采取钢结构方式建造机场，未来钢结构机场领域潜在空间广阔。

图表 15: 我国历年新增轨道交通车站数(个)



资料来源: 交通部, 国盛证券研究所

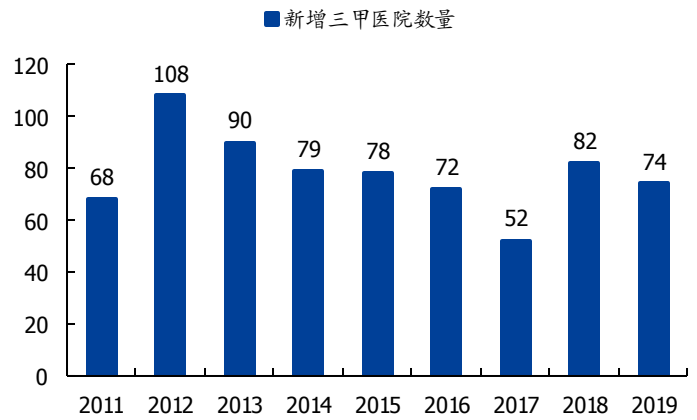
医院：疫情冲击下建设有望明显加速。医院是居民公共基础设施的重要一环，且其具备专业性需求，施工能力要求较高，具备相关建造能力的企业也相对更少，目前已有较大比例新建医院采用钢结构方式建造。2018-2019年来我国新增医院，尤其是新增三甲医院数量有加速的趋势，行业需求提升。同时考虑到今年以来疫情因素影响可能持续，为应对后续可能存在的“疫情常态化”，中长期看医院领域的建设将处于较高需求周期内。

图表 16: 我国历年新增医院数量(个)



资料来源: 卫计委, 国盛证券研究所

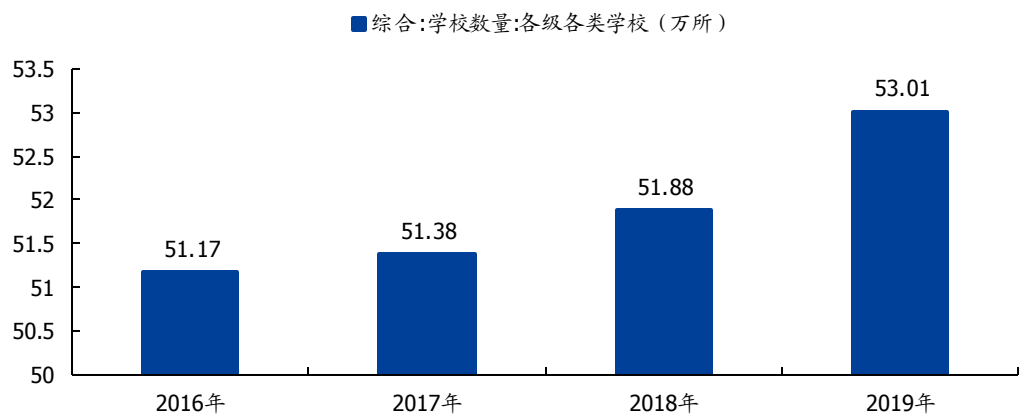
图表 17: 我国历年新增三甲医院数量(个)



资料来源: 卫计委, 国盛证券研究所

学校：潜在空间巨大，建设明显加速。我国持续重视各类学校建设，根据教育部数据，2019年我国各级各类学校数量达53万所，较2018年大幅增加1.1万所，假设每个学校投资额1亿元，则对应市场规模可达万亿。相对于庞大的人口基数以及社会发展需求而言，我国目前教育资源仍不匹配，在《杭州市萧山区学校建设三年行动计划（2020~2022年）》（征求意见稿）中提出，仅杭州萧山区在三年内就要建设53个学校项目。在政府的大力引导下，近年来越来越多学校采取钢结构方式建设，未来潜在空间巨大。

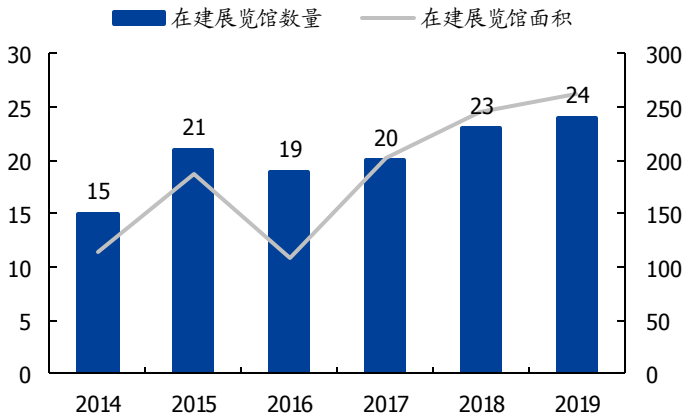
图表 18: 我国历年各类各级学校总数



资料来源: 教育部, 国盛证券研究所

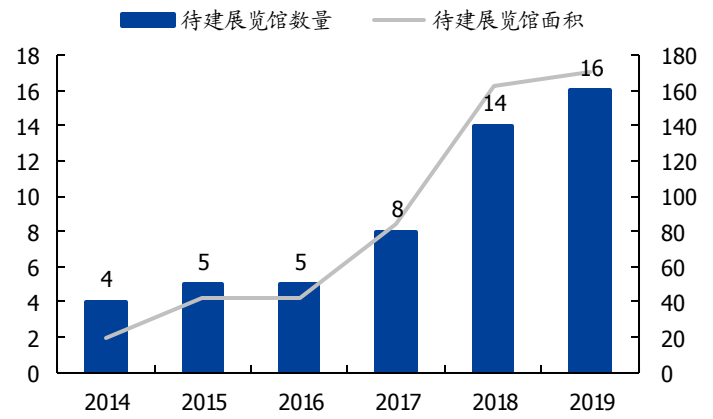
展览馆：受益于文化产业发展，需求快速提升。随着文化产业持续发展，展览馆需求量也在持续提升。根据《2019年度中国展览数据统计报告1.0》数据，2019年我国举办了1.1万次展览，是2011年的1.5倍；展览面积达1.5亿平方米，是2011年的1.8倍。同时近年来在建和待建的展览馆数量均持续提升，反映出我国展览馆行业需求持续旺盛，带动相关钢结构建筑建设需求增加。

图表 19: 我国历年在建展览馆数量及面积 (个)



资料来源:《2019年度中国展览数据统计报告 1.0》, 国盛证券研究所

图表 20: 我国历年待建展览馆数量及面积 (个)



资料来源:《2019年度中国展览数据统计报告 1.0》, 国盛证券研究所

钢结构住宅: 有望给钢结构建筑带来全新增量市场。当前政策大力推进钢结构装配式住宅试点。2020年7月住建部发布《关于大力发展钢结构建筑的意见(征求意见稿)》, 明确提出“大力推广钢结构公共建筑, 积极推进**钢结构住宅**和农房建设”, 是继此之前2019年12月住建部工作会议, 以及2019年3月份住建部公布的《住房和城乡建设部建筑市场监管司2019年工作要点》强调大力推进装配式住宅后的再度表态, 在政策的持续推动下, 我国钢结构装配式住宅产业化进程有望加快。

测算未来钢结构住宅市场规模约为**5100亿元**。因此随着时间的推移, 钢结构住宅有望成为钢结构建筑的增量市场。2019年我国住宅竣工面积6.8亿平米, 以此数据测算, 若未来钢结构向新建住宅渗透率达到30%, 每平方米钢结构建筑造价2500元, 则对应每年市场规模约为5100亿元。

图表 21: 未来钢结构住宅市场规模敏感性测算 (亿元)

未来新建住宅钢结构渗透率 / 每平方米钢结构住宅造价	10%	20%	30%	40%	50%
2100	1428	2856	4285	5713	7141
2200	1496	2992	4489	5985	7481
2300	1564	3129	4693	6257	7821
2400	1632	3265	4897	6529	8161
2500	1700	3401	5101	6801	8501
2600	1768	3537	5305	7073	8841
2700	1836	3673	5509	7345	9181
2800	1904	3809	5713	7617	9522
2900	1972	3945	5917	7889	9862
3000	2040	4081	6121	8161	10202

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

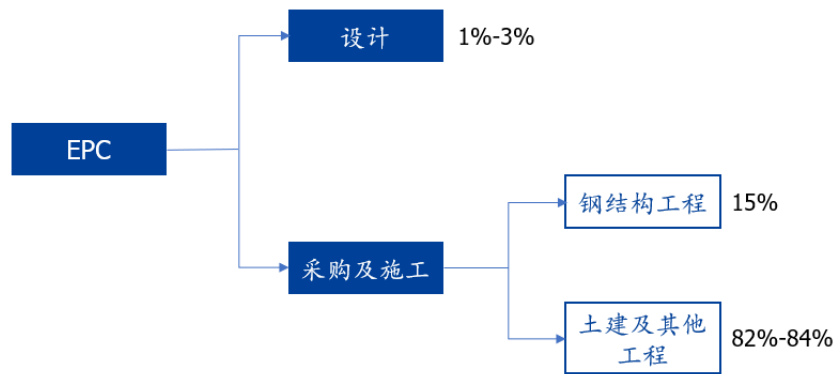
2.3. EPC 模式在钢结构领域加速推广, 龙头公司市占率持续提升

当前政策大力推广钢结构**EPC**建造模式。2016年5月和2017年2月, 住房和城乡建设部分别发布了《关于进一步推进工程总承包发展的若干意见(建市[2016]93号)》、《关

于促进建筑业持续健康发展的意见(国办发〔2017〕19号)》,提出要“大力推进工程总承包”,重点强调“政府投资项目和装配式建筑应当积极采用工程总承包模式”,“装配式建筑原则上应采用工程总承包模式”等。2020年7月住建部发布《关于大力发展钢结构建筑的意见(征求意见稿)》征求意见,提出对于建设内容明确、技术方案成熟的钢结构建筑鼓励采用工程总承包模式,引导钢结构企业向具有工程管理、设计、施工、生产、采购能力的工程总承包企业转型。

钢结构 EPC 促龙头市占率加速提升、盈利回款改善。由于传统钢结构分包仅占 EPC 总规模约 15%,转型总包有利于钢构企业扩大收入体量,且钢结构总承包位于产业链下游,更贴近业主方,利润率与现金流得到更高保障。未来综合能力突出的钢构龙头有望集中受益 EPC 模式推广,在市占率加速提升的同时,盈利回款有望不断改善。

图表 22: 含钢结构的工程项目收入分布示意图



资料来源:国盛证券研究所

3. 技术品牌优势显著,“一号工程+装配式 EPC”双引擎驱动快速发展

近年来,公司提出了“一号工程+装配式 EPC”双引擎发展战略,“一号工程”是指规模较大、具有标志性、科技含量高的钢结构工程,包括国家级工程、机场航站楼、高铁站、体育场馆、高层建筑等;装配式 EPC 业务重点聚焦医院、学校、场馆领域。公司在相关领域均有显著优势,当前发展思路清晰。

3.1. 技术、品牌、过往业绩突出,助力开拓“一号工程”市场

技术实力引领钢结构行业,装配式“双基地”企业。公司拥有钢结构建筑十大核心技术,在空间网格结构、装配式钢结构等方面拥有专利 265 项,其中发明专利 73 项;参编、主编 36 项国家、地方、行业标准及规程规范,获得国家和省级工法 39 项,省部级以上科学技术进步奖 34 项,国家科技计划项目、国家自然科学基金项目等重大科研项目 17 项。技术体系完备,目前是国家发改委认定的装配式钢结构住宅低碳技术创新及产业化示范基地以及住建部首批国家装配式建筑产业基地。此外,2020 年度国家科学技术奖提名工作已结束,中国钢结构协会提名公司参与完成的“现代空间结构体系创新、关键技术与工程应用”项目为国家科技进步奖一等奖,彰显公司引领行业的技术实力。

公司坚持“高、精、尖、难”的市场战略定位,持续参与建设大量国家、省市级重大钢

结构项目，包括“中国天眼”、江门中微子探测器、“水立方”等，这些项目往往受关注度极大、具有较高的招投标门槛，且现金流好、利润率高，在为公司持续积累品牌影响力的同时，也持续提升公司的现金流与盈利能力。

图表 23: 公司一号工程代表项目

特色类别	项目
大国工程	“中国天眼”、江门中微子探测器
多面体空间刚架结构	国家游泳中心“水立方”
规模最大（固定座位数最多）体育场	杭州奥体主体育场
世界首创旋转开合屋盖结构	杭州奥体网球中心
亚洲最大的国际会展	广州国际会展
世界第二高塔	广州新电视塔
全球最大的科技航母	广东科学中心
世界最复杂的交通枢纽中心	上海虹桥综合交通枢纽中心
当时世界最大跨度弦支穹顶结构工程	奥运会羽毛球艺术体操馆
八大区域枢纽机场中的五个	西安、成都、郑州、昆明、乌鲁木齐
中国第一个高铁站	北京西站
沪昆高铁绝大部分枢纽站	上海虹桥、杭州东站、长沙南站、贵阳北站、昆明南站等

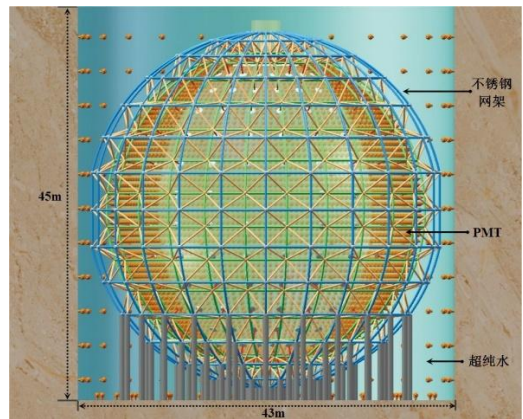
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 24: “中国天眼”项目



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 25: 江门中微子探测器



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

3.2. 装配式 EPC 聚焦医院、学校、场馆，细分市场优势显著

公司已实现专业分包向总承包的转型升级。根据公司公告，2019 年公司 EPC 订单占新签订单的比例约为 20%，2020 年上半年占比已提升至 72%，公司市场已实现专业分包向总承包转型，并在装配式医院、学校及场馆等 EPC 领域拥有显著竞争优势，未来随着高毛利 EPC 订单持续向收入转化，公司有望持续较快成长。

3.2.1. 依托集团大健康资源开拓医院 EPC 市场

集团大健康业务拓展有望为公司医院 EPC 持续提供业务增量。公司积极推动制造业与现代服务业的深度融合发展，萧山医院是公司大股东旗下的大健康产业之一，是全国民营前十强医院，公司大股东全程参与该院的科室组建、药品配送、物业管理，并在边缘学科深度参与，在项目中积累了大量建设及运营的成功经验，成为国内样板性医院工程。随着大股东在全国范围内持续大力推广萧山医院模式，未来公司有望依托大股东在大健康领域的独特优势，持续为公司医院建设及运营业务提供增量。

公司在医院领域建设经验丰富，持续打造名片级特色业务。公司在医院建设领域技术实力突出、经验丰富，先后完成临安区人民医院及妇幼保健院、桐庐县第一人民医院、上海东方医院、北京朝阳医院、磐安县人民医院、浙大医学院附属邵逸夫医院、萧山医院等多家医院新建、扩建项目。医院是公司未来战略方向之一，在集团大股东的助力下，竞争优势有望持续夯实。

图表 26: 公司中标医院类项目列表

医院类项目	金额 (亿元)
临安区人民医院及妇幼保健院改建项目一期	14.83
桐庐县第一人民医院迁建工程 EPC 总承包项目	9.53
浙江萧山医院	8.27
磐安县人民医院急诊医技综合楼 PPP 项目	2.5
上海建工四建东方医院改扩建项目	1.26
浙江大学医学院附属邵逸夫医院	0.85
北京怀柔医院二期改扩建项目	0.51
上海交通大学附属仁济医院	0.43
北大医院保健中心	0.35
上海览海康复医院	0.31
合计	38.84

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.2.2. 依托大跨度技术优势开拓场馆及会展中心项目

公司在大跨度空间钢结构领域具有突出优势，能够满足超大面积、超大跨度、异形结构等建筑的快速 EPC 施工需求，已在行业内形成较强技术壁垒，承建了一大批高技术含量的、代表国际一流水准的现代大跨度及高层钢结构示范工程。在场馆方面，承建了数百项大中型体育场馆，包括八项北京 2008 奥运工程—国家游泳中心及奥运会羽毛球馆等、杭州奥体主体育场、世界首创旋转开合屋盖结构—杭州奥体网球中心等。在会展中心方面，承建了百余项文化会展中心，包括 G20 杭州国际博览中心、国家会展中心(上海)、广州国际会议展览中心、大连国际会议中心、上海世博会中国馆等。未来公司有望凭借突出的大跨度空间钢结构技术优势、快速施工组织及管理能力，不断开拓场馆及会展中心 EPC 市场。

图表 27: 公司仅用 85 天时间以 EPC 模式建成“云栖小镇会展中心”



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 28: 公司仅用 180 天以 EPC 模式建成“联合国地理信息展览馆”



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

3.2.3. 学校 EPC 项目领域经验丰富, 优势显著

公司目前已承建绵阳富乐国际学校、华北科技大学、临安西林小学、萧山区南都小学、深圳技术大学、天津泰达实验学校等数十所中小学及高校, 在学校领域已积累了大量的工程业绩, 形成了独特产品体系, 优势突出, 且逐步切入到运营领域, 在增厚收入的同时获取稳定现金流、提升产业附加值, 如在公司承接华东师范大学附属台州学校 PPP 项目中, 公司负责项目的投融资、运营维护, 并按规定期限将项目无偿移交给台州市椒江区教育局, 项目概算总投资约为 4.7 亿元, 于 2018 年 11 月开工, 建设期为 18 个月, 运营维护期 18 年。预计未来公司将依托丰富的建设经验, 在学校 EPC 领域重点发力, 持续夯实学校钢结构特色业务优势。

图表 29: 公司中标学校类项目列表

学校类项目	金额 (亿元)
华东师范大学附属台州学校 PPP 项目	4.8
深圳技术大学建设 (一期) 工程	2.3
萧山区教育局南二路小学新建项目	1.8
绵阳富乐国际学校	1.5
萧山区南都小学新建工程	1.44
临安区西林小学新建 EPC 总承包项目	1.27
深圳大学西丽校区建设工程 (二期)	1.21
二零一中学怀柔校区扩建项目	0.43
合计	14.75

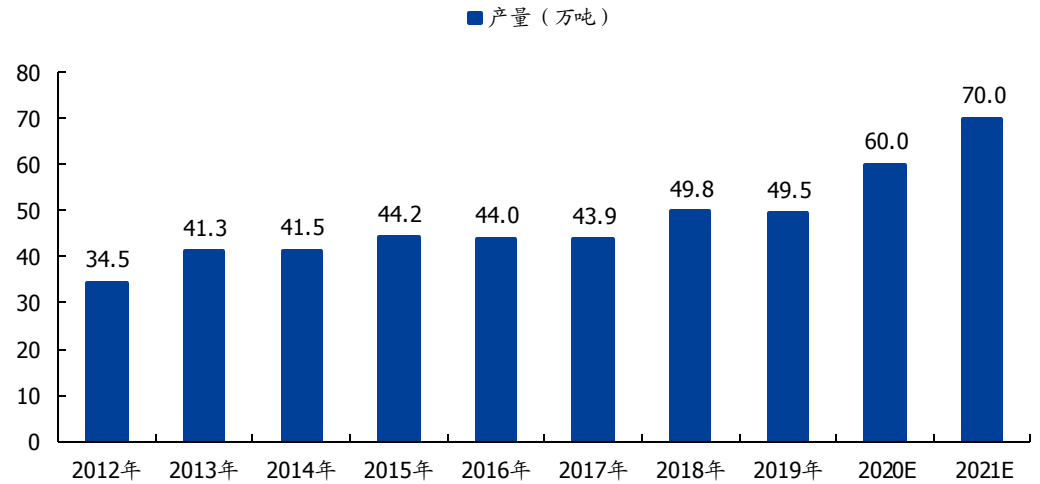
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.3. 钢结构产能持续提升, 积极布局先进制造产能

推进建筑数字化生产基地的投资与建设, 提升企业智能制造水平。2019 年公司实现钢结构产量 49.5 万吨, 销量 48.5 万吨, 预计总产能约为 50 万吨。今年 3 月份公司公告实施年产 20 万吨新型装配式钢结构数字化工厂建设项目, 总投资 6 亿元, 拟在高度自动化的物流、仓储、及柔性加工制造能力的基础上, 建设以 MES 系统为核心、与上下层信息系统高度集成、高度协同的智能信息化管理平台。未来随着年产 20 万吨新型装配式钢

结构数字化工厂的建成投入，产能可以提升40%，在建筑工业化的发展趋势下，能实现快速响应客户订单、高效协同、快速交付高质量产品的目标，进一步满足公司钢结构业务发展的需要。

图表 30: 公司历年钢结构产量



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4. 盈利预测、估值及投资建议

4.1. 盈利预测

对于营收增速，我们预计未来3年建筑钢结构业务景气度仍高，其中符合公司EPC战略拓展方向的空间钢结构和高层钢重钢结构业务将保持相对较高的增速，驱动公司钢结构业务整体营收增速分别为26%/29%/31%；而化纤业务规模预计将保持平稳。

对于毛利率，我们预计公司转型EPC后，空间钢结构和高层钢重钢结构业务毛利率将明显提升，驱动公司整体毛利率未来3年分别提升至12.2%/12.9%/13.6%；而公司化纤业务毛利率预计将保持平稳。

图表 31: 公司营收成本毛利拆分预测表 (亿元)

	2016年	2017年	2018年	2019年	2020E	2021E	2022E
营业收入	57.38	77.92	86.95	89.76	104.96	126.57	156.24
建筑钢结构	34.27	43.19	49.14	57.22	72.27	93.11	122.00
空间钢结构	14.60	23.19	22.73	24.36	30.45	38.67	50.27
高层重钢结构工程	13.51	14.06	17.23	23.84	30.99	40.91	54.41
轻型钢结构	6.16	5.94	9.18	9.02	10.82	13.53	17.32
化纤	22.34	34.04	36.60	31.33	31.36	31.99	32.63
其他业务	0.77	0.69	1.21	1.21	1.33	1.46	1.61
营收增速	10.4%	35.8%	11.6%	3.2%	16.9%	20.6%	23.4%
建筑钢结构	-13.0%	26.0%	13.8%	16.4%	26.3%	28.8%	31.0%
空间钢结构	-24.0%	58.8%	-2.0%	7.2%	25.0%	27.0%	30.0%
高层重钢结构工程	1.1%	4.1%	22.5%	38.4%	30.0%	32.0%	33.0%
轻型钢结构	-9.7%	-3.6%	54.5%	-1.7%	20.0%	25.0%	28.0%
化纤	86.0%	52.4%	7.5%	-14.4%	0.1%	2.0%	2.0%
其他业务	40.0%	-10.4%	75.4%	0.0%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利	6.53	8.79	9.36	10.40	12.83	16.36	21.32
建筑钢结构	5.70	6.13	6.20	8.31	10.75	14.19	19.04
空间钢结构	2.61	3.44	3.00	3.88	4.96	6.46	8.65
高层重钢结构工程	2.16	1.92	2.12	3.31	4.43	6.01	8.16
轻型钢结构	0.93	0.77	1.08	1.12	1.35	1.72	2.23
化纤	0.53	2.30	2.40	1.37	1.41	1.44	1.47
其他业务	0.30	0.36	0.76	0.72	0.67	0.73	0.81
毛利率	11.4%	11.3%	10.8%	11.6%	12.2%	12.9%	13.6%
建筑钢结构	16.6%	14.2%	12.6%	14.5%	14.9%	15.2%	15.6%
空间钢结构	17.9%	14.8%	13.2%	15.9%	16.3%	16.7%	17.2%
高层重钢结构工程	16.0%	13.7%	12.3%	13.9%	14.3%	14.7%	15.0%
轻型钢结构	15.1%	13.0%	11.8%	12.4%	12.5%	12.7%	12.9%
化纤	2.4%	6.8%	6.6%	4.4%	4.5%	4.5%	4.5%
其他业务	39.0%	52.2%	62.8%	59.5%	50.0%	50.0%	50.0%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4.2. 估值及投资建议

基于上述假设,我们预测 2020-2022 年公司归母净利润分别为 3.8/5.2/7.0 亿元,同比增长 40%/38%/35%,EPS 分别为 0.36/0.50/0.68 元,2019-2022 年 CAGR 为 38%,当前股价对应 PE 为 23/17/12 倍,考虑到行业景气度及公司增长潜力,首次覆盖给予“买入”评级。

图表 32: 可比A股公司估值表

股票简称	股价 (元)	EPS (元)				PE				PB
		2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	
鸿路钢构	34.04	1.07	1.38	1.84	2.30	31.9	24.7	18.5	14.8	3.33
精工钢构	5.28	0.20	0.30	0.37	0.46	26.4	17.6	14.3	11.5	1.59
富煌钢构	7.96	0.27	0.40	0.55	0.76	29.7	20.1	14.4	10.4	1.19
杭萧钢构	4.30	0.22	0.37	0.32	0.42	19.7	11.6	13.6	10.2	2.34
均值						26.9	18.5	15.2	11.7	2.11

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 股价为 2020 年 11 月 27 日收盘价

5. 风险提示

业务拓展不及预期风险、化纤业务盈利持续下行风险等。

业务拓展不及预期风险: 虽然近年来公司持续推动“一号工程+装配式 EPC”双引擎发展战略落地, 但两类业务技术要求较高且项目之间差异性较大, 能否持续放量仍有一定不确定性, 存在拓展进度较慢的风险。

化纤业务盈利持续下行风险: 我们预计 2020Q1-3 化纤业务仍占公司营收约 20%, 进入 Q4 以来虽已逐步恢复, 但不排除未来受新冠疫情反复、油价下跌等因素影响再度亏损, 拖累公司整体业绩增长。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com