

鸿路钢构 (002541.SZ)

聚焦钢构制造优势明显，产能扩张驱动快速成长

钢结构制造与应用龙头，步入提速增长长期。公司为国内钢结构制造行业龙头，技术与产能实力雄厚，所参与的地标性建筑项目广泛分布于全国，品牌优势突出。受益于钢结构建筑渗透率、行业集中度不断提升，近年来公司已进入提速发展期，2019Q1-3 实现营收 76.4 亿元，同比大幅增长 48%；实现扣非后归母净利润 2.7 亿元，同比大幅增长 58%。公司前三季度新签订单额达 117 亿元，已接近 2018 年全年订单额，订单增长强劲。预计随着公司新建产能不断释放，未来盈利有望快速增长。

钢结构渗透率不断提升，行业供需结构改善。近年来我国钢结构应用范围不断拓展，加之装配式建筑全力推广，钢结构建筑渗透率不断提升，钢结构市场规模已达 6700 亿元，行业需求较快增长。另一方面，2015 年后随着钢价大幅波动、营改增以及环保趋严，部分中小型钢结构企业利润不断压缩而逐渐退出市场，行业供需结构不断改善，龙头公司市占率快速提升。

专注钢结构制造加工，规模效应、精细化管理构筑强大成本优势。与同业上市公司有所不同，公司核心聚焦钢结构产品加工制造环节。公司与总包商及工程类钢结构公司形成合作关系而非单纯竞争关系，最大程度享受行业成长。2018 年公司实现产量达到 143 万吨，钢结构制造规模为行业第一。显著的规模效应、较强的精细化管理能力构筑公司较强的成本优势，我们以钢结构制造业务营收/钢结构产量来衡量售价水平，2018 年公司该指标仅 4234 万元/吨，甚至显著低于同业可比上市公司成本水平（钢结构制造业务成本/钢结构产量），成本竞争优势显著，助力公司市占率不断提升。

产能扩张进一步增强业务承接能力，驱动未来业绩持续成长。自 2016 年起在公司全国已布局十大生产基地，截至 2019 年上半年公司产能已经达 210 余万吨，全部建成后产能将达 400-450 万吨/年，可进一步增强公司钢结构加工的快速反应能力及大工程项目的协作加工能力，实现集中采购及调配，进一步增强公司的成本优势，随着未来公司新建产能的不断释放，未来有望持续快速成长。

投资建议：我们预测 19/20/21 年公司归母净利分别为 4.8/5.9/7.4 亿元，EPS 分别为 0.91/1.12/1.41 元（18-21 年 CAGR 为 21.0%），当前股价对应 PE 分别为 9.2/7.4/5.9 倍，鉴于公司产能持续释放增长动力充足，低估值优势显著，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：产能利用率不及预期风险，钢材价格大幅波动风险、竞争增加风险等。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	5,033	7,874	10,738	14,265	17,945
增长率 yoy (%)	39.0	56.5	36.4	32.8	25.8
归母净利润（百万元）	210	416	478	589	737
增长率 yoy (%)	43.7	98.6	15.0	23.1	25.1
EPS 最新摊薄（元/股）	0.40	0.79	0.91	1.12	1.41
净资产收益率 (%)	5.2	9.4	9.9	10.9	12.1
P/E (倍)	20.9	10.5	9.2	7.4	5.9
P/B (倍)	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7

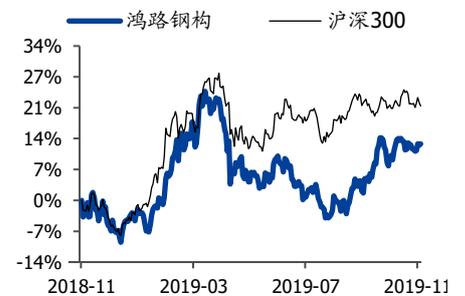
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（首次）

股票信息

行业	专业工程
最新收盘价	8.37
总市值(百万元)	4,383.53
总股本(百万股)	523.72
其中自由流通股(%)	70.56
30 日日均成交量(百万股)	1.61

股价走势



作者

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

分析师 杨涛

执业证书编号：S0680518010002

邮箱：yangtao1@gszq.com

分析师 何亚轩

执业证书编号：S0680518030004

邮箱：heyaxuan@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	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	6,116	6,837	7,970	10,102	11,848
现金	1,044	1,068	1,143	1,174	1,330
应收账款	1,586	1,612	1,744	2,274	2,212
其他应收款	147	0	201	66	269
预付账款	146	230	283	398	458
存货	3,087	3,689	4,292	5,908	7,227
其他流动资产	108	239	307	281	351
非流动资产	2,410	3,583	4,747	5,756	6,617
长期投资	18	19	17	15	12
固定投资	1,495	2,202	2,880	3,553	4,107
无形资产	367	659	725	806	909
其他非流动资产	530	703	1,125	1,382	1,588
资产总计	8,527	10,421	12,717	15,858	18,465
流动负债	4,386	5,389	6,904	9,084	10,561
短期借款	1,784	1,055	1,500	1,710	1,900
应付账款	793	1,039	1,491	1,883	2,372
其他流动负债	1,809	3,295	3,913	5,490	6,289
非流动负债	111	608	955	1,363	1,791
长期借款	44	262	609	1,017	1,445
其他非流动负债	67	346	346	346	346
负债合计	4,497	5,997	7,859	10,447	12,352
少数股东权益	0	0	0	-0	-0
股本	349	524	524	524	524
资本公积	2,304	2,130	2,130	2,130	2,130
留存收益	1,377	1,770	2,196	2,719	3,376
归属母公司股东收益	4,030	4,423	4,857	5,411	6,113
负债和股东权益	8,527	10,421	12,717	15,858	18,465

现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	191	1,578	780	840	909
净利润	210	416	478	589	737
折旧摊销	133	168	216	288	360
财务费用	97	123	155	232	292
投资损失	10	1	0	3	3
营运资金变动	-309	859	-70	-271	-483
其他经营现金流	50	11	0	0	0
投资活动现金流	-815	-1,365	-1,380	-1,300	-1,224
资本支出	806	1,359	1,166	1,012	863
长期投资	-13	-18	2	2	3
其他投资现金流	-22	-24	-213	-287	-358
筹资活动现金流	555	-461	676	490	471
短期借款	643	-729	445	210	190
长期借款	-3	218	348	408	428
普通股增加	0	175	0	0	0
资本公积增加	0	-175	0	0	0
其他筹资现金流	-85	50	-116	-127	-147
现金净增加额	-73	-246	76	31	156

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,033	7,874	10,738	14,265	17,945
营业成本	4,235	6,645	9,179	12,241	15,434
营业税金及附加	48	48	123	143	179
营业费用	134	173	183	228	269
管理费用	243	458	634	765	870
财务费用	97	123	155	232	292
资产减值损失	122	106	-87	-78	-36
公允价值变动收益	-0	-0	-0	-0	-0
投资净收益	-10	-1	-0	-3	-3
营业利润	156	337	551	732	932
营业外收入	142	210	100	80	70
营业外支出	15	11	30	30	33
利润总额	282	537	621	782	969
所得税	73	121	143	193	233
净利润	210	416	478	589	737
少数股东收益	0	0	0	-0	-0
归属母公司净利润	210	416	478	589	737
EBITDA	496	754	896	1,159	1,442
EPS (元/股)	0.40	0.79	0.91	1.12	1.41

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	39.0	56.5	36.4	32.8	25.8
营业利润 (%)	-11.6	116.0	63.5	32.8	27.4
归属母公司净利润 (%)	43.7	98.6	15.0	23.1	25.1
盈利能力					
毛利率 (%)	15.9	15.6	14.5	14.2	14.0
净利率 (%)	4.2	5.3	4.5	4.1	4.1
ROE (%)	5.2	9.4	9.9	10.9	12.1
ROIC	4.5	7.4	7.0	7.5	8.0
偿债能力					
资产负债率 (%)	52.7	57.6	61.8	65.9	66.9
净负债比率 (%)	19.5	7.2	23.0	34.1	40.7
流动比率	1.4	1.3	1.2	1.1	1.1
速动比率	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.62	0.83	0.93	1.00	1.05
应收账款周转率	3.2	4.9	6.4	7.1	8.0
应付账款周转率	6.3	7.3	7.3	7.3	7.3
每股指标 (元/股)					
每股收益 (最新摊薄)	0.40	0.79	0.91	1.12	1.41
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.03	3.12	1.49	1.60	1.74
每股净资产 (最新摊薄)	7.70	8.45	9.27	10.33	11.67
估值指标 (倍)					
P/E	20.9	10.5	9.2	7.4	5.9
P/B	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	10.5	6.7	6.5	5.7	5.0

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

1. 公司概况：钢结构制造龙头迎快速发展期.....	5
1.1. 实力雄厚的钢结构制造龙头	5
1.2. 营收与扣非业绩持续大幅增长，盈利能力趋于改善.....	6
1.3. 钢结构制造业务占比提升促现金流逐年改善.....	10
1.4. 新签订单快速增长.....	11
2. 行业分析：钢结构渗透率不断提升，供需结构改善	12
2.1. 钢结构行业需求稳步增长，渗透率持续提升	12
2.2. 钢结构行业供需结构改善，小企业减少，大企业市占率提升.....	13
2.3. 装配式建筑大发展，制造环节具有门槛，为最受益环节	14
3. 公司分析：钢结构制造成本优势明显，产能扩张驱动成长	16
3.1. 专注钢结构制造加工，生产制造成本低，规模优势突出	16
3.2. 产能扩张驱动未来业绩成长	17
3.3. 高管增持彰显信心，经营效率有望持续提升	18
4. 盈利预测、估值与投资建议.....	19
4.1. 收入业绩拆分预测.....	19
4.2. 估值处历史极低位置，且显著低于同业可比估值	20
4.3. 投资建议：鉴于公司持续增长动力充足，给予“买入”评级.....	22
5. 风险提示	22

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: 公司股权结构图	6
图表 4: 公司历年营收及增速.....	6
图表 5: 公司历年归母净利润及增速.....	6
图表 6: 公司历年扣除非经常新损益后归母净利润及同比增速	7
图表 7: 公司历年毛利率与净利率.....	7
图表 8: 公司历年期间费用率及细分项	7
图表 9: 钢结构公司毛利率对比	8
图表 10: 钢结构公司归母净利率对比.....	8
图表 11: 公司历年计入当期损益的政府补助.....	9
图表 12: 公司历史公告的政府补贴汇总	9
图表 13: 公司历年新签订单构成	10
图表 14: 公司历年经营性现金流量净额	11
图表 15: 公司历年应收账款周转率	11
图表 16: 公司历年收现比和付现比	11
图表 17: 公司历年收现比付现比差额.....	11
图表 18: 公司历年新签订单情况	12
图表 19: 历年我国钢结构产量及增速.....	12
图表 20: 历年我国钢结构产值及增速.....	12
图表 21: 日本已开工建筑主要结构占比	13
图表 22: 房建龙头中国建筑房屋施工面积市占率	13
图表 23: 5家上市钢结构公司产量及营收集中度.....	14

图表 24: 我国装配式钢结构主要政策汇总	15
图表 25: 公司所处微笑曲线区域	16
图表 26: 上市钢结构企业每吨营收和每吨成本对比	17
图表 27: 5家钢结构上市公司历年钢结构产量(万吨)	17
图表 28: 公司全国生产基地分布情况	18
图表 29: 公司高管增持计划	18
图表 30: 钢结构业务量价预测表	19
图表 31: 公司营收及增速预测	20
图表 32: 公司分业务毛利率预测	20
图表 33: 公司分业务净利润预测(亿元)	20
图表 34: 公司历年 PE (TTM)	21
图表 35: 公司历年 PB (PB)	21
图表 36: 公司历史 PE-band	21
图表 37: 公司历史 PB-band	21
图表 38: 可比公司估值表	21

1. 公司概况：钢结构制造龙头迎快速发展期

1.1. 实力雄厚的钢结构制造龙头

公司 2002 年成立于安徽省合肥市，为全国第一家“钢结构制造企业检测能力等级（综合资质）”，同时也是首批“国家装配式建筑产业基地”与“钢结构房屋建筑工程施工总承包壹级资质试点单位”，是我国钢结构制造与技术应用的领军企业。公司主营业务为钢结构制造销售、钢结构装配式建筑工程总承包等业务，产品广泛应用于高层建筑物、住宅小区、商业中心、大型场馆、工业厂房、航站楼等领域，先后承接了武汉环球贸易中心钢结构制作工程、华润前海金融中心、海口远大购物广场、洛阳正大国际城市广场等众多城市超高层地标建筑，积累了显著的技术与品牌优势。

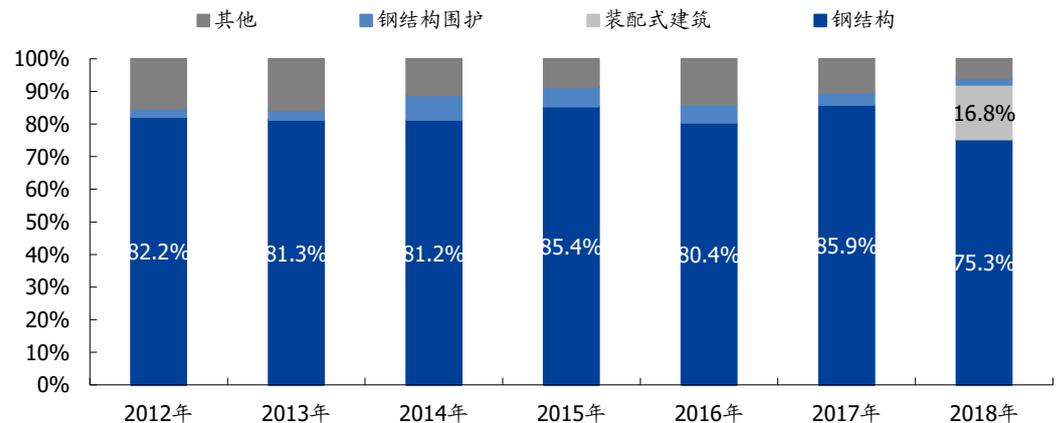
图表 1: 公司历史沿革



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

钢结构制造为第一大主业，近年来逐渐开拓装配式建筑 EPC 业务。2018 年公司钢结构制造业务实现营收 59 亿元，占比 75%，为公司第一大主业，同时公司在国内大力推广装配式建筑的背景下开始拓展装配式建筑总承包业务，2018 年公司实现装配式建筑业务收入 13 亿元，占比达 17%，成为公司增长新引擎。

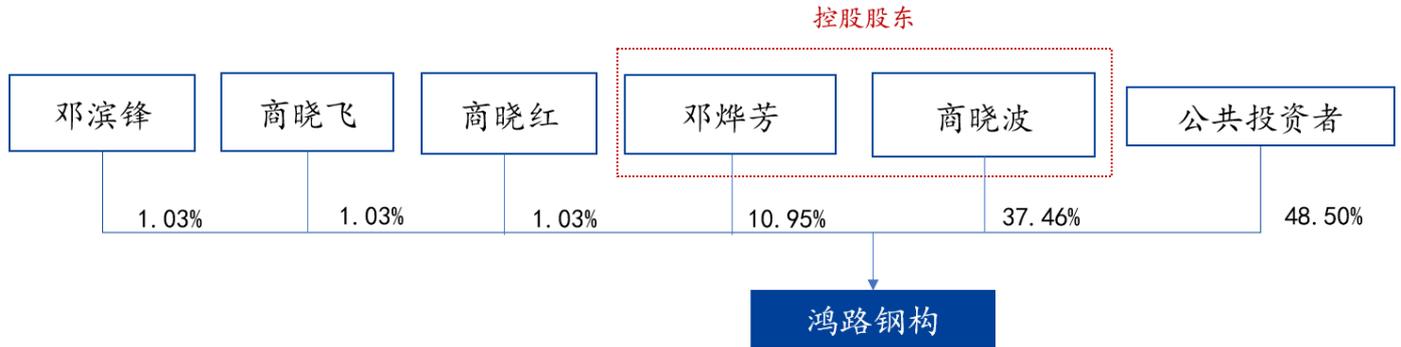
图表 2: 公司业务类型占比情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

股权结构方面，公司控股股东、实际控制人商晓波先生、邓焯芳女士作为一致行动人合计持有公司股份 2.5 亿股，占公司总股本的 48.1%；控股股东的兄弟姐妹邓滨锋先生、商晓飞女士、商晓红女士分别持有公司 1.03% 股份；公共投资者合计持有公司总股本的 48.1%，公司股权相对集中，大股东对公司控制力较强。

图表 3: 公司股权结构图

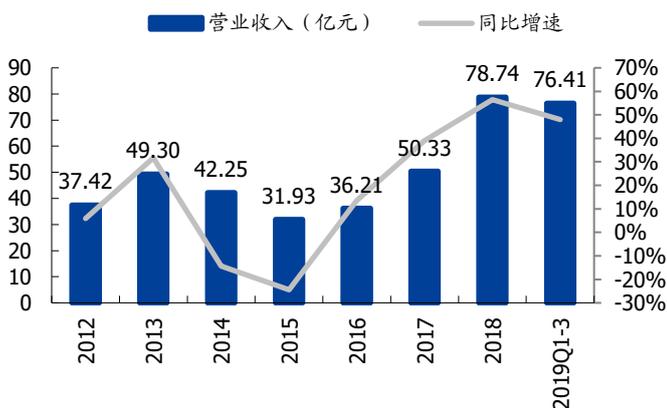


资料来源: 公司年报, Wind, 国盛证券研究所

1.2. 营收与扣非业绩持续大幅增长，盈利能力趋于改善

随着钢结构建筑渗透率、行业集中度不断提升，公司 2018 年实现营收 78.7 亿元，同比大幅增长 57%；实现归母净利润 4.2 亿元，同比大幅增长 99%；实现扣非后归母净利润 2.5 亿元，同比大幅增长 134%。同时公司钢结构制造产能加速释放，2019 年 Q1-3 公司实现营收规模 76.4 亿元，同比继续大幅增长 48%；实现归母净利润 3.4 亿元，同比增长 1.6%，主要系政府补助有所下降，但公司扣非后归母净利润 2.7 亿元，同比快速增长 58%，持续高增长。

图表 4: 公司历年营收及增速



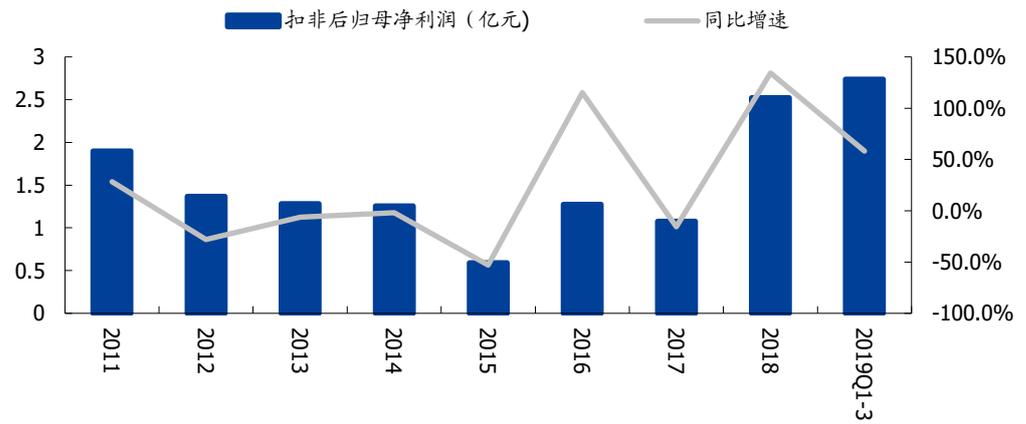
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 公司历年归母净利润及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

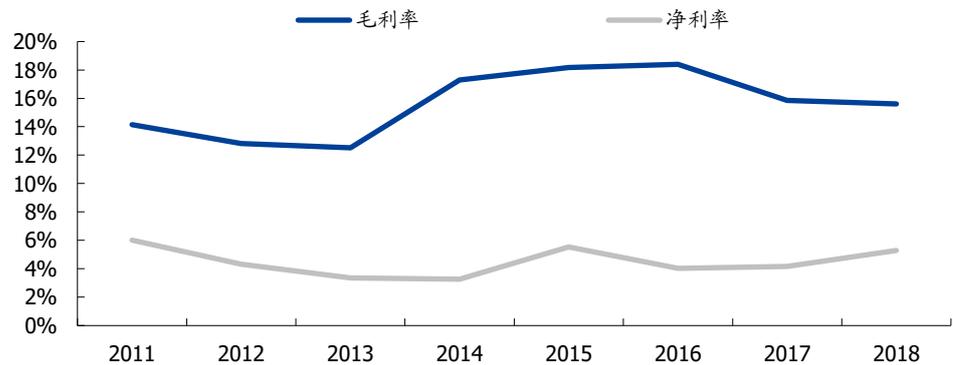
图表 6: 公司历年扣除非经常新损益后归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

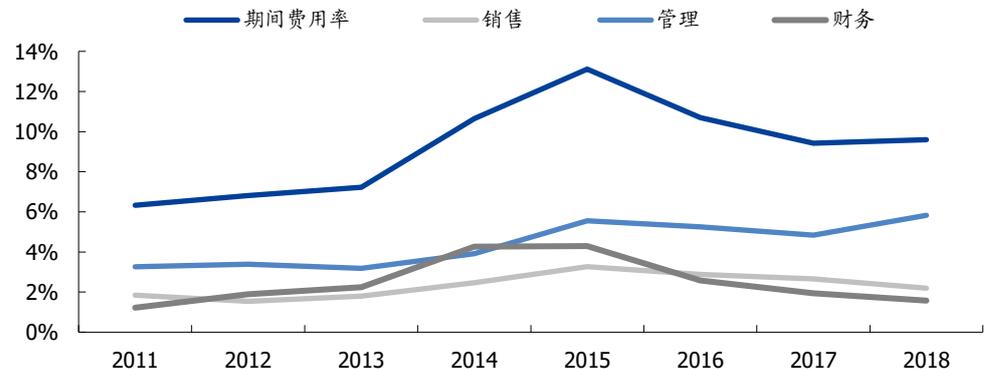
毛利率表现平稳，规模效应显现致费用率持续下降。近年来公司毛利率表现平稳，保持在 15.5%附近，净利率稳步提升，随着公司业务体量的不断扩大，规模效应逐渐体现，销售和财务费用率逐步下降，带动整体费用率下降明显，同时政府补助收益增大，促进公司净利率水平提升。

图表 7: 公司历年毛利率与净利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

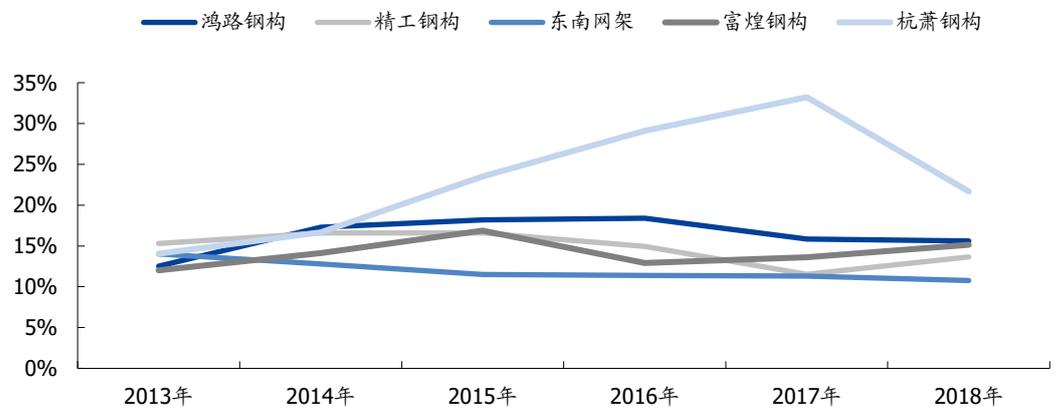
图表 8: 公司历年期间费用率及细分项



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

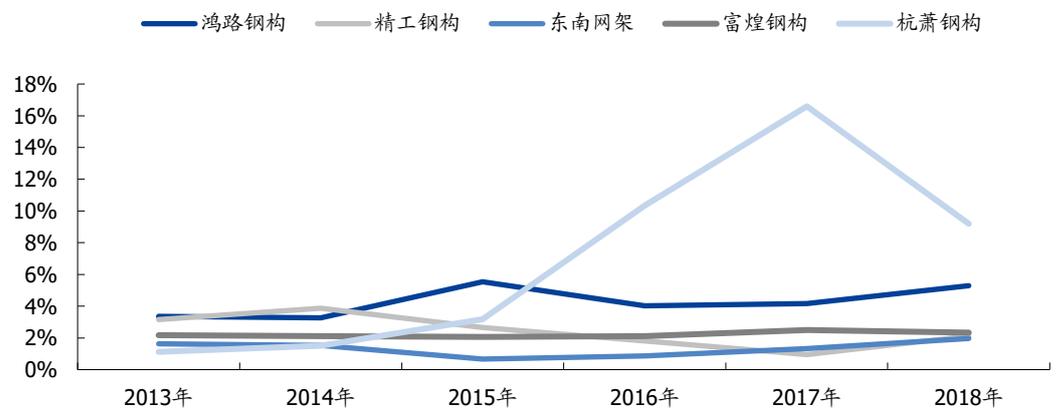
利润率处于行业较高水平，盈利能力较强。2018年公司毛利率15.6%，在钢结构同业上市公司中排名第二，仅次于杭萧钢构；归母净利率5.28%，也仅次于杭萧钢构，但明显高于其他钢结构上市公司，显示了公司较强的盈利能力。

图表 9: 钢结构公司毛利率对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

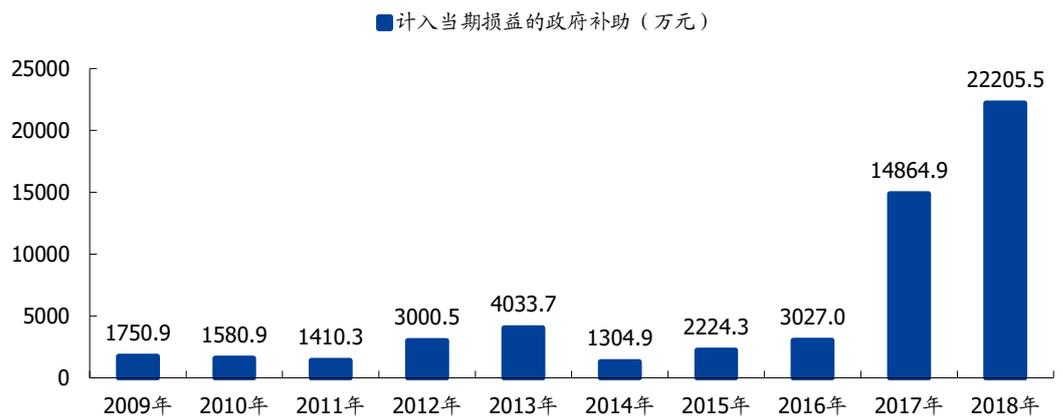
图表 10: 钢结构公司归母净利率对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

近年来政府补贴较多，分担新建产能投资成本。自2009年以来公司每年持续获得稳定的高额政府补助，2009-2016年每年均有1000-5000万。2017年开始，公司因招商引资和与绿色建筑项目相关的政府补助开始大幅提升，全年计入当期损益的补助合计达1.49亿元；2018年延续高额补助，达2.22亿元。2019年前三季度已公告获得的政府补助高达2.94亿元，计入当期损益的政府补助合计8044万元，我们预计年初以来公司政府补助受益确认有所平滑。政府补贴在很大程度上降低了新建产能投资成本。

图表 11: 公司历年计入当期损益的政府补助



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 12: 公司历史公告的政府补贴汇总

公告日期	地方政府	补贴内容	补贴金额 (万元)	确认方式
2016/12/27	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	1622	计入公司当期损益
2016 年合计			1622	
2017/1/10	重庆市南川区	支持公司在重庆的绿色建筑产业基地的建设	1200	计入公司当期损益
2017/1/19	重庆市南川区	支持公司在重庆的绿色建筑产业基地的建设	545	计入公司当期损益
2017/1/23	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	4554	计入公司当期损益
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的	1716	计入公司当期损益
2017/9/29	安徽省涡阳县	奖励公司在涡阳发展绿色建筑产业	4495	计入公司当期损益
2017/10/10	湖北省团风县	支持企业发展扶持资金支持公司发展	544	计入公司当期损益
2017 年合计			13054	
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的发展	3000	计入公司当期损益
2018/5/17	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	5000	计入公司当期损益
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	2556	计入公司当期损益
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	计入公司当期损益
2018/7/10	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	1000	计入公司当期损益
2018/7/26	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	5592	计入公司当期损益
2018/8/4	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	5386	计入公司当期损益
2018/8/7	安徽省禹会区	用以支持公司在蚌埠市绿色生态建筑产业项目的发展	1089	计入公司当期损益
2018/8/15	安徽省金寨县	支持公司在金寨智慧城市停车系统及绿色建筑制造基地项目的发展	956	计入公司当期损益
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	4000	计入公司当期损益
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	1320	计入公司当期损益
2018/11/29	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	1000	计入公司当期损益
2018/12/8	安徽省长丰县	工业技术改造项目补助支持公司发展	626	计入公司当期损益
2018/12/19	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	5000	计入公司当期损益

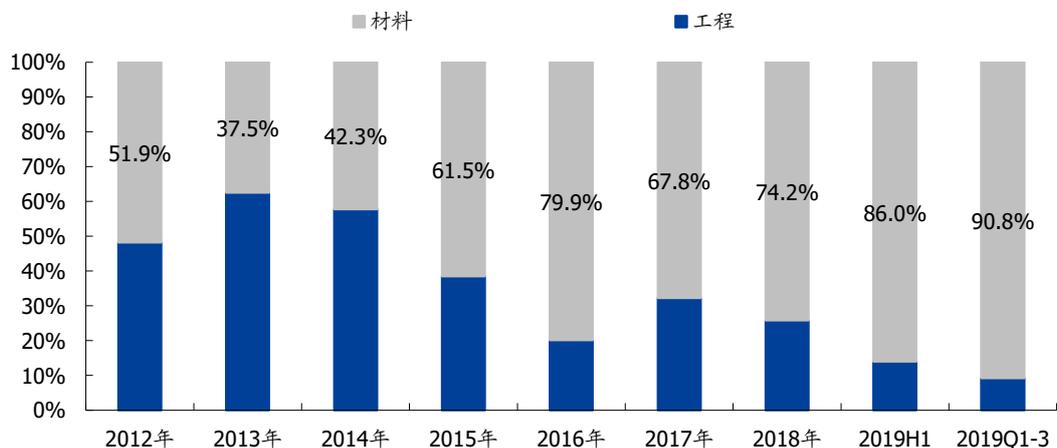
2018年合计			37043	
2019/1/23	安徽省涡阳县	支持公司在涡阳的绿色装配式建筑产业园项目的发展	5000	计入公司当期损益
2019/2/12	安徽省涡阳县	支持公司在涡阳的绿色装配式建筑产业园项目的发展	4000	计入公司当期损益
2019/4/9	安徽省涡阳县	支持公司在涡阳的绿色装配式建筑产业园项目的发展	4000	计入公司当期损益
2019/4/17	安徽省金寨县	支持公司在金寨智慧城市停车系统及绿色建筑制造基地项目的发展	525	计入公司当期损益
2019/5/7	安徽省禹会区	用以支持公司在蚌埠市绿色生态建筑产业项目的发展	1089	计入公司当期损益
2019/5/8	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	1000	计入公司当期损益
2019/5/16	重庆市南川区	支持公司在重庆绿色生态建筑产业项目的发展	500	计入公司当期损益
2019/5/24	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	1000	计入公司当期损益
2019/5/25	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	607	计入公司当期损益
2019/5/30	安徽省颍上县	支持公司在颍上县绿色装配式建筑产业园项目的发展	3000	计入公司当期损益
2019/6/5	重庆市南川区	支持公司在重庆绿色生态建筑产业项目的发展	1000	计入公司当期损益
2019/6/14	安徽省颍上县	支持公司在颍上县绿色装配式建筑产业园项目的发展	3236	计入公司当期损益
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	1351	计入公司当期损益
2019/8/27	重庆市南川区	支持公司在重庆绿色生态建筑产业项目的发展	1680	计入公司当期损益
2019/9/18	重庆市南川区	支持公司在重庆绿色生态建筑产业项目的发展	1437	计入公司当期损益
2019年至今合计			29425	

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

1.3. 钢结构制造业务占比提升促现金流逐年改善

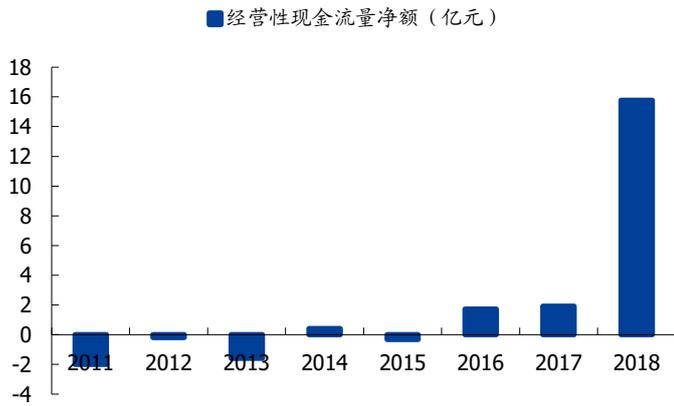
钢结构制造业务占比提升，带动现金流逐年改善。近年来公司钢结构制造类业务订单占比大幅提升，2018年提升至86%，2019年前三季度提升至91%，已成为公司主要订单来源。相较于需要垫资的工程业务，钢结构制造业务大多是现款（部分大项目采取月结），因此现金流更好。业务结构的变化带动公司现金流发生积极变化，应收账款周转率自2015年触底后逐年反弹，收现比付现比之差在2018年开始首次回正。诸多因素表明公司在业务结构调整过程中经营质量持续提升。

图表 13: 公司历年新签订单构成



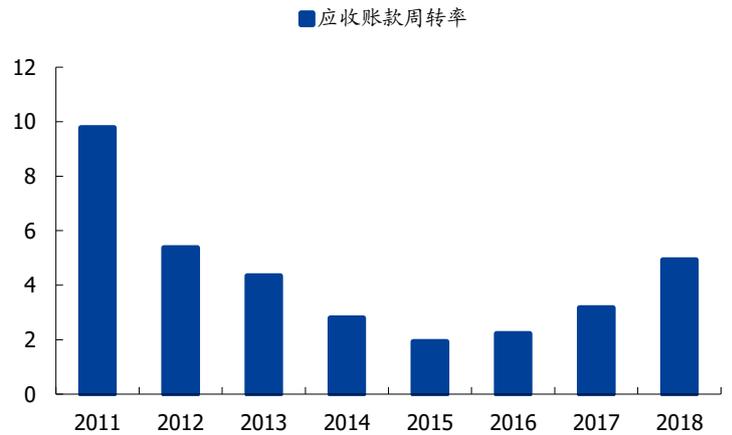
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 14: 公司历年经营性现金流量净额



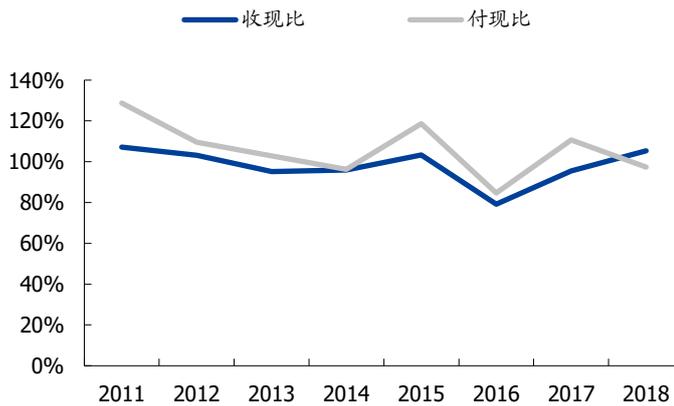
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 15: 公司历年应收账款周转率



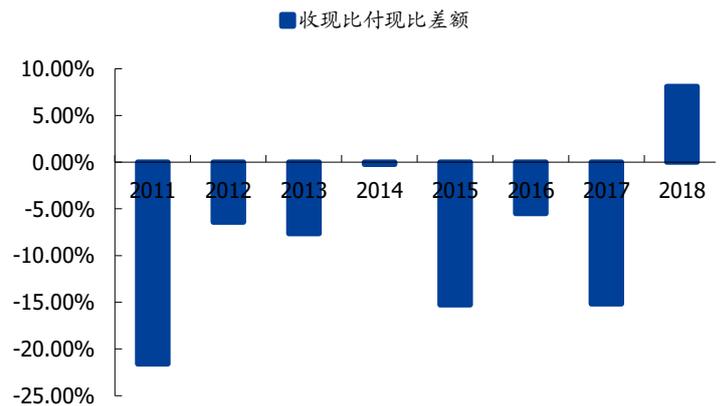
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 16: 公司历年收现比和付现比



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 17: 公司历年收现比付现比差额



资料来源：Wind，国盛证券研究所

1.4. 新签订单快速增长

2018 年公司新签订单 118 亿元，同比增长 31%，在 2017 年较高订单基数的基础上依然保持了较快增长。2019H1 公司新签订单 69.6 亿元，同比大幅增长 52%再次加速。公司 2019Q1-3 累计新签订单额已达 117 亿元，接近 2018 年全年订单额，其中制造类订单已达 106 亿元，已远超 2018 年全年 88 亿元水平，成为公司订单增长的主要驱动力。目前由于公司在业内产能规模领先、生产成本具有较强竞争力，在行业稳步增长情况下新签订单预计还将保持较快增长。随着在手充足订单不断转化，公司营收增速有望持续较快增长。

图表 18: 公司历年新签订单情况

年份	订单总金额 (亿元)	同比增速	工程 (亿元)	制造 (亿元)
2012 年	54.00		26.00	28.00
2013 年	76.85	42.31%	48.06	28.79
2014 年	53.37	-30.55%	30.80	22.57
2015 年	42.09	-21.14%	16.19	25.90
2016 年	45.03	6.99%	9.06	35.97
2017 年	90.07	100.02%	29.00	61.07
2018 年	118.00	31.04%	30.41	87.59
2019H1	69.60	52.00%	9.75	59.85
2019Q1-3	116.96		10.80	106.16

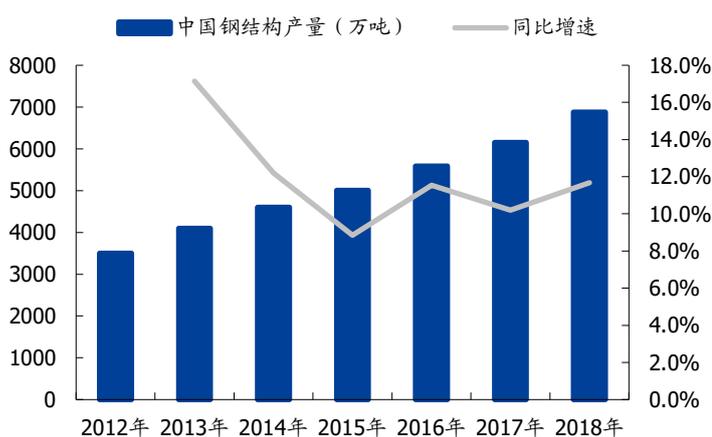
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2. 行业分析: 钢结构渗透率不断提升, 供需结构改善

2.1. 钢结构行业需求稳步增长, 渗透率持续提升

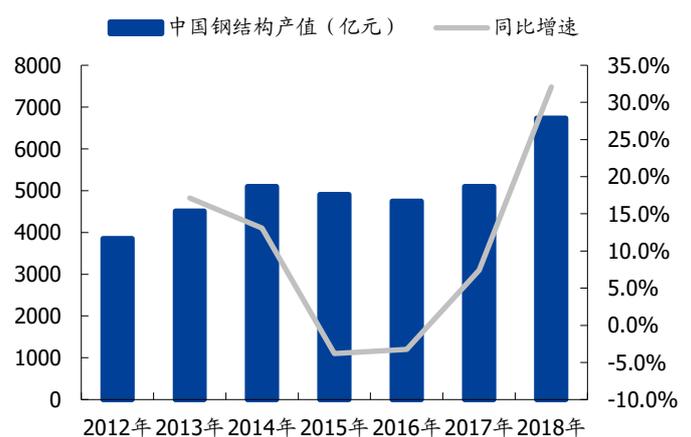
我国钢结构市场规模约 6700 亿元, 产值呈现加速增长态势。根据钢结构行业协会数据, 我国 2018 年钢结构产量约 6874 万吨, 同比增长 11.7%; 2018 年我国钢结构总产值 6736 亿元, 同比大幅增长 32%, 呈现加速增长态势。其中根据 2016 年 10 月工信部印发《钢铁工业调整升级规划 (2016-2020 年)》, 其中提出“力争钢结构用钢量由目前的 5000 万吨增加到 1 亿吨以上”, 若以完成此规划为目标测算, 则 2018-2020 年钢结构产量复合增速将达到 20.6%, 有望持续较快增长。

图表 19: 历年我国钢结构产量及增速



资料来源: 中国建筑金属结构协会, 上海市金属结构行业协会, 国盛证券研究所

图表 20: 历年我国钢结构产值及增速

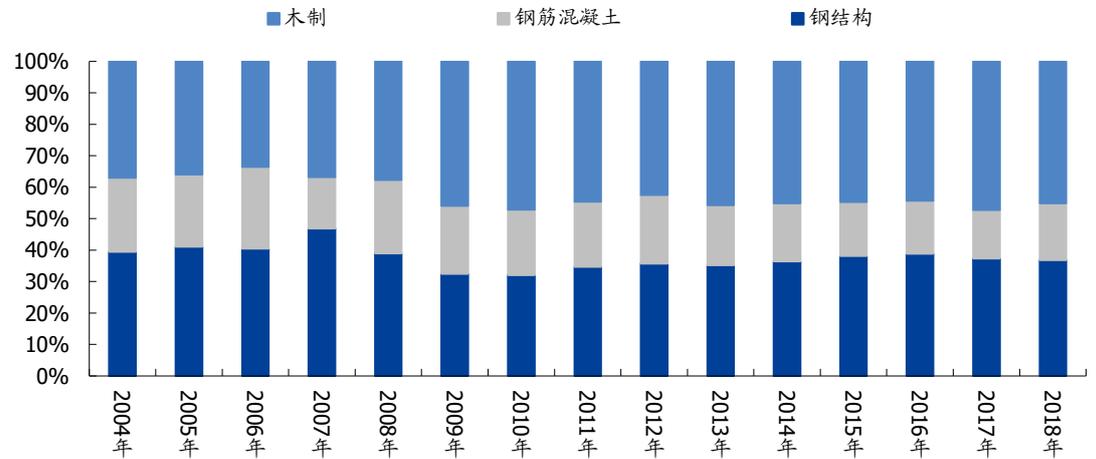


资料来源: 中国建筑金属结构协会, 上海市金属结构行业协会, 国盛证券研究所

钢结构行业快速发展核心驱动力在于渗透率持续提升。我国钢结构建筑结构体系逐渐成熟, 逐步覆盖高层建筑、工业厂房、基建 (包括桥梁、机场、高铁站、地铁站等) 等领域。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。随着钢结构建筑技术水平的不断提升叠加行业规模效应扩大，我国钢结构需求量有望持续爆发。未来随着钢结构建筑渗透率的逐渐提升，中长期行业有望保持高景气成长趋势。

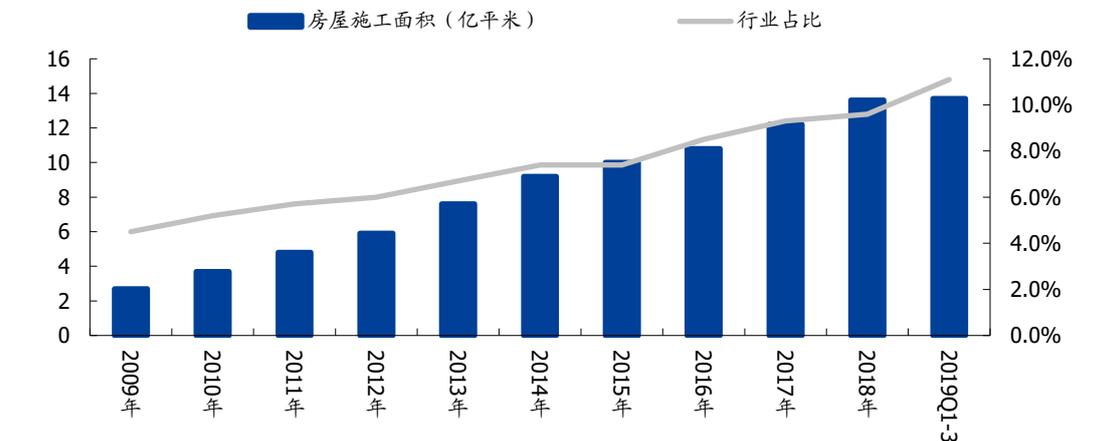
图表 21: 日本已开工建筑主要结构占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

施工企业集中度的提升驱动钢结构订单大型化，利于钢结构企业规模化发展。近年来，随着 EPC 总承包及 PPP 模式推广，基建、房建及制造业工程领域市场集中度不断提升，大型施工企业更需要长期稳定的大批量钢结构产品供应，给钢结构企业规模化成长提供了良好的发展环境。

图表 22: 房建龙头中国建筑房屋施工面积市占率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2.2. 钢结构行业供需结构改善，小企业减少，大企业市占率提升

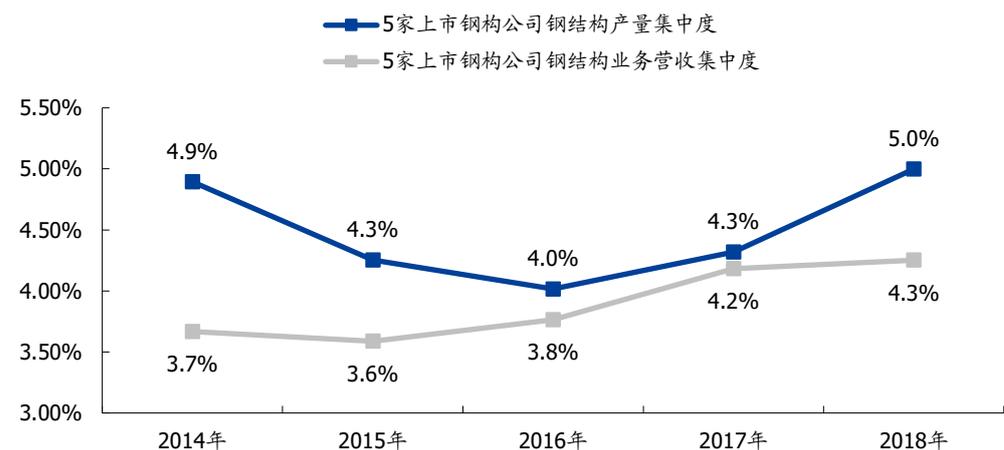
钢结构市场化程度高、竞争激烈、集中度低，行业供给侧变革持续进行。据钢结构行业协会统计，目前全国钢结构行业企业数目在 2500 家左右，拥有钢结构制造企业资质的单位仅 510 家，钢结构年产量达到 5 万吨或者钢结构营业收入达到 4 亿元的特级资质企业仅有 129 家，二、三级资质及无资质企业数量众多，行业竞争激烈、集中度低。另一

方面，目前全国钢结构企业数量约 2500 家，相较于 2012 年的 4000-5000 家，企业数量已大幅收缩，行业供给侧变革持续进行。

钢价、税收及环保政策推动行业集中度持续向龙头集中。 1) 2015 年以来，随着去产能去库存政策的不断深入推进，钢材价格波动加剧，螺纹钢价格从 2015 年年底下探到 2000 元/吨附近后开始快速反弹，至今已维持在 4000 元/吨以上，大幅波动下中小型钢结构企业由于抗风险能力较差而逐渐被挤出市场；2) 2016 年 5 月 1 日起我国将建筑业、房地产业、金融业、生活服务业全部纳入营改增试点，部分中小企业因财会制度不规范而导致税费负担加重，逐渐被挤出市场。3) 近年来我国环保政策趋严，许多环保水平不合格的中小企业面临环保成本提升压力。因此，未来随着钢价持续走高、国家对税收和社会保障征收制度的不断完善，以及环保严监管政策不断落实，中小企业利润空间可能将被进一步压缩，行业有望持续向龙头集中。

2016 年前后为拐点，钢结构行业集中度开始提升。 我们以 5 家上市的钢结构公司为样本（精工钢构、杭萧钢构、鸿路钢构、东南网架、富煌钢构），测算 5 家钢结构公司的钢结构产量占全国钢结构的产量比，以及 5 家钢结构公司的钢结构业务营收占全国钢结构总产值的比作为行业集中度的测量指标，发现 2018 年 2 个比值分别为 5.0%/4.3%，分别较 2017 年提升 0.7/0.1 个 pct，2016 年行业集中度触底后已出现明显提升。

图表 23: 5 家上市钢结构公司产量及营收集中度



资料来源: Wind, 公司公告, 中国建筑金属结构协会, 上海市金属结构行业协会, 国盛证券研究所

2.3. 装配式建筑大发展，制造环节具有门槛，为最受益环节

近年来，国家和各地方政府均持续出台各项促进政策支持装配式建筑行业的发展。2013 年，国务院《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》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，其中提出力争用 10 年左右时间，使装配式建筑占新建建筑的比例达到 30%。此外各地方政府也纷纷响应，陆续出台细化的地方性规划与目标，采取了一系列经济激励政策，引导当地企业发展装配式建筑。在政策驱动下，行业有望加速发展。

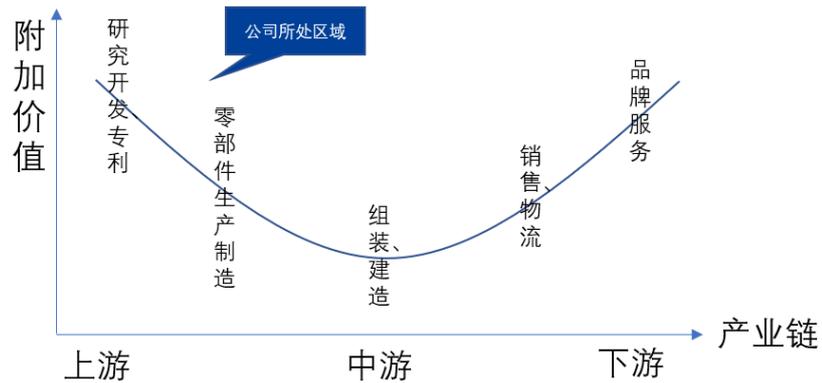
图表 24: 我国装配式钢结构主要政策汇总

时间	发布单位	政策名称	主要内容
2013.1.1	国家发展和改革委员会、住房和城乡建设部	《绿色建筑行动方案》	提出“推广适合工业化生产的预制装配式混凝土、钢结构等建筑体系，加快发展建设工程的预制和装配技术，提高建筑工业化技术集成水平”。
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、住房和城乡建设部	《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。推进轻钢结构农房建设”“推广预拌砂浆，研发推广钢结构等装配式建筑应用的配套墙体材料。”“研究制定建材下乡专项财政补贴和钢结构部品生产企业增值税优惠政策。”
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。
2016.9.14	国务院	国务院常务会议	认为按照推进供给侧结构性改革和新型城镇化发展的要求，大力发展钢结构、混凝土等装配式建筑，具有发展节能环保新产业、提高建筑安全水平、推动化解过剩产能等一举多得之效。会议决定以京津冀、长三角、珠三角城市群和常住人口超过 300 万的其他城市为重点，加快提高装配式建筑占新建建筑面积的比例。
2016.9.27	国务院办公厅	《关于大力发展装配式建筑的指导意见》	要求按照适用、经济、安全、绿色、美观的要求，推动建造方式创新，大力发展装配式混凝土建筑和钢结构建筑，不断提高装配式建筑在新建建筑中的比例。
2017.1.5	国务院	《“十三五”节能减排综合工作方案》	提出强化建筑节能，推广节能绿色建材、装配式和钢结构建筑。
2017.2	国务院	国务院常务会议	深化建筑业改革，推广装配式建筑。
2017.2	国务院	《关于促进建筑业持续健康发展的建议》	推广智能和装配式建筑。坚持标准化设计、工厂化生产、装配化施工、一体化装修、信息化管理、智能化应用，推动建造方式创新，大力发展装配式混凝土和钢结构建筑，在具备条件的地方倡导发展现代木结构建筑，不断提高装配式建筑在新建建筑中的比例。力争用 10 年左右的时间，使装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 30%。
2017.3	住建部	《建筑节能与绿色建筑发展“十三五规划”》	在有条件的农村地区推广轻型钢结构、现代木结构、现代夯土结构等新型房屋。结合农村危房改造稳步推进农房节能改造。
2017.3	住建部	《“十三五”装配式建筑行动方案》、《装配式建筑示范城市管理办法》、《装配式建筑产业基地管理办法》	《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，其中重点推进地区达到 20% 以上，积极推进地区达到 15% 以上，鼓励推进地区达到 10% 以上。”“到 2020 年，培育 50 个以上装配式建筑示范城市，200 个以上装配式建筑产业基地，500 个以上装配式建筑示范工程，建设 30 个以上装配式建筑科技创新基地。”“突破钢结构建筑在围护体系、材料性能、连接工艺等方面的技术瓶颈。”强化设计统筹地位，统筹全产业链发展。
2017.7	住建部	《建筑业持续健康发展意见》分工方案	推广智能和装配式建筑——住房和城乡建设部、发展改革委、工业和信息化部。
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。

资料来源：公开资料整理，国盛证券研究所

从产业链角度看，制造加工处于装配式建筑大发展背景下的核心受益环节。生产装配式钢结构建筑的链条中一般包括钢材商、构件制造商、钢结构建筑承包商、以及开发商客户，微笑曲线理论告诉我们在产业链的中间环节往往受到两段挤压而利润率较低，盈利能力不强。在装配式行业快速发展的背景下，钢材商虽然处于最上游，但是面对全经济各领域客户，并不是装配式行业的核心受益板块；建筑承包商则往往是利润率最低的一方，收到多方利润的挤压；而构件制造商处于行业的偏上游位置，利润率相对较高，同时还有一定的进入门槛，是装配式行业大发展的核心受益环节。

图表 25: 公司所处微笑曲线区域



资料来源：国盛证券研究所

3. 公司分析：钢结构制造成本优势明显，产能扩张驱动成长

3.1. 专注钢结构制造加工，生产制造成本低，规模优势突出

公司每吨售价水平低于可比公司每吨成本水平，竞争优势明显。公司专注于钢结构产品制造加工，显著的规模效应、较强的精细化管控能力促公司树立了极强的成本优势。我们以钢结构制造业务营收/钢结构产量来衡量售价水平，2018年公司该指标仅 4234 万元/吨；以钢结构制造业务成本/钢结构产量来衡量成本水平，2018年公司该指标仅 3705 万元/吨。公司每吨售价水平甚至低于同业可比上市公司的每吨成本水平，成本竞争优势明显。

此外，较大的产能规模使得公司具有快速反应能力及大工程项目的协作加工能力，在订单大型化的趋势下公司显著受益。

图表 26: 上市钢结构企业每吨营收和每吨成本对比

年份	营收(万元/吨)		成本(万元/吨)			
	鸿路钢构	富煌钢构	鸿路钢构	精工钢构	富煌钢构	杭萧钢构
2011年						6379
2012年						5696
2013年	5889		5113			5374
2014年	5846		4820	6713		5177
2015年	5009	6494	4099	7114	5280	4391
2016年	4441	8472	3615	6570	7363	4116
2017年	4738	7112	4090	6067	6138	3828
2018年	4234	8047	3705	6862	6817	4994

资料来源: 各个公司公告, 国盛证券研究所

3.2. 产能扩张驱动未来业绩成长

公司自 2016 年起在全国范围内合理布局生产基地, 截至 2019 年上半年公司产能已经达 210 余万吨, 2019 年底预计有望达到 300 万吨。公司钢结构产能及产量均为行业第一, 其中 2018 年公司实现产量达到 143.59 万吨, 同比大幅增长 50.82%。公司在建及已经完成建设的共有十大生产基地, 全部建设完成后厂房面积将达 400-450 万平方米, 产能将达 400-450 万吨/年。目前公司订单饱满, 在行业持续快速增长、公司在业内竞争力明显的情况下, 预计未来新建产能投产后产能将得到有效利用, 驱动业绩持续快速成长。

图表 27: 5 家钢结构上市公司历年钢结构产量 (万吨)

年份	鸿路钢构	精工钢构	东南网架	富煌钢构	杭萧钢构
2014年	64.2	57.3	41.5	19.1	43.0
2015年	58.3	56.7	44.2	16.4	37.4
2016年	70.2	52.0	44.0	19.6	38.5
2017年	95.2	60.9	43.9	27.3	38.5
2018年	143.6	71.6	49.8	30.2	48.5

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 28: 公司全国生产基地分布情况



资料来源: 公司官方微信公众号, 国盛证券研究所

3.3. 高管增持彰显信心，经营效率有望持续提升

2019年11月6日公司公告9名监事、高级管理人员及核心人员基于对公司未来发展前景的坚定信心及对公司投资价值的认可，结合对公司股票价值的合理判断，承诺自2019年11月06日起至2020年05月05日票增持公司股票860万元至1140万元。高管增持彰显公司对于未来长期发展的信心，绑定核心利益，有望促公司经营效率持续提升。

图表 29: 公司高管增持计划

序号	姓名	职务	拟增持股份金额区间(万元)
1	王军民	总经理	200-300
2	姚洪伟	副总经理	80-100
3	沈晓平	监事会主席	100-120
4	张玲	会计机构负责人	60-80
5	孟凡利	商务技术负责人	100-120
6	陈婷婷	结算中心负责人	70-100
7	邓权	决算部负责人	100-120
8	沈志远	信息技术负责人	100-120
9	吕庆荣	证券事务代表	50-80

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4. 盈利预测、估值与投资建议

4.1. 收入业绩拆分预测

钢结构业务是公司核心业务，为了预测钢结构业务未来营收和成本，我们作了如下几个假设：

- 1) 公司 2019-2021 年年末产能分别将达到 280/380/450 万吨；
- 2) 考虑投产进度，当年产量= 前一年末产能 × 60% + 当年末产能 × 40%；
- 3) 随着产能大幅、快速扩张，2020-2021 年产能利用率有所下降；
- 4) 暂不考虑钢价波动影响（由于公司加工利润较低，钢价波动对公司盈利影响预计较为有限）。

基于上述关键假设，我们测算出未来 3 年公告时钢结构制造收入分别为 86.3/117.9/150.3 亿元，同比增长 42%/37%/28%；钢结构制造成本分别为 75.5/103.1/131.5 亿元，同比增长 42%/37%/28%。

图表 30: 钢结构业务量价预测表

项目	单位	2016 年	2017 年	2018 年	2019E	2020E	2021E
产量	万吨	70.2	95.2	143.6	203.8	278.4	355.0
同比增速		21%	36%	51%	42%	37%	28%
钢结构制造收入	亿元	31.2	45.1	60.8	86.3	117.9	150.3
同比增速		7%	45%	35%	42%	37%	28%
钢结构制造成本	亿元	25.4	38.9	53.2	75.5	103.1	131.5
同比增速		6%	53%	37%	42%	37%	28%
销售单价	万元/吨	4441	4738	4234	4234	4234	4234
同比增速		-11%	7%	-11%	0%	0%	0%
销售成本	万元/吨	3615	4090	3705	3705	3705	3705
同比增速		-12%	13%	-9%	0%	0%	0%
产能	万吨			160	280	380	450
平均产能	万吨				208	320	408
平均产能利用率					98%	87%	87%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

我们再将公司的装配式建筑 EPC 业务和其他业务考虑在内，预测出公司 2019-2021 年分别实现整体营收 107.4/142.6/179.4 亿元，同比增长 36%/33%/26%。

图表 31: 公司营收及增速预测

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入 (亿元)	36.21	50.33	78.74	107.38	142.64	179.44
增速	13.40%	38.99%	56.45%	36.37%	32.84%	25.80%
钢结构制造 (亿元)	31.19	45.11	60.79	86.30	117.86	150.28
增速	6.89%	44.63%	34.76%	41.96%	36.58%	27.50%
装配式建筑 EPC (亿元)			13.24	15.89	19.07	22.88
增速				20.00%	20.00%	20.00%
其他业务 (亿元)	5.03	5.22	4.72	5.19	5.71	6.28
增速	82.91%	3.78%	-9.58%	10.00%	10.00%	10.00%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

假设公司 2019-2021 年综合毛利率分别为 14.5%/14.2%/14.0%，其中钢结构制造业务毛利率保持稳定；装配式建筑 EPC 业务竞争优势有所体现，未来三年毛利率小幅提升至 15%。同时我们假设公司 2019-2021 年确认政府补助收益分别为 1.0 亿/0.80 亿/0.70 亿，呈逐年减少趋势。

图表 32: 公司分业务毛利率预测

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
合计毛利率	18.40%	15.86%	15.62%	14.52%	14.19%	13.99%
钢结构制造	18.60%	13.68%	12.49%	12.49%	12.49%	12.49%
装配式建筑 EPC			13.04%	14.00%	14.00%	14.00%
其他业务	17.12%	34.60%	63.30%	50.00%	50.00%	50.00%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

基于以上假设，我们得到 2019-2021 年公司净利润分别为 4.8/5.9/7.4 亿元，分别同比增长 15%/23%/25%。

图表 33: 公司分业务净利润预测 (亿元)

	2016 年	2017 年	2018 年	2019E	2020E	2021E
合计净利润	1.46	2.10	4.16	4.78	5.89	7.37
钢结构制造	1.27	1.08	1.71	3.18	4.25	5.68
装配式建筑 EPC	0.00	0.00	0.81	1.00	1.24	1.49
非经: 合计	0.18	1.02	1.64	0.60	0.40	0.20
非经: 政府补助	0.30	1.49	2.22	1.00	0.80	0.70
非经: 其他	-0.12	-0.47	-0.58	-0.40	-0.40	-0.50

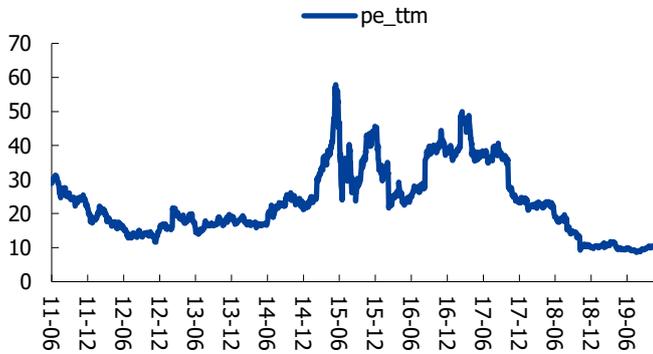
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4.2. 估值处历史极低位置，且显著低于同业可比估值

估值方面，公司最新 PE (TTB) 与 PB (LF) 分别为 10.4/0.93 倍，而 PE 和 PB 历史最低值分别为 8.7/0.78 倍，1/4 分位数分别为 16.6/1.23 倍，公司当前估值水平已处于历史

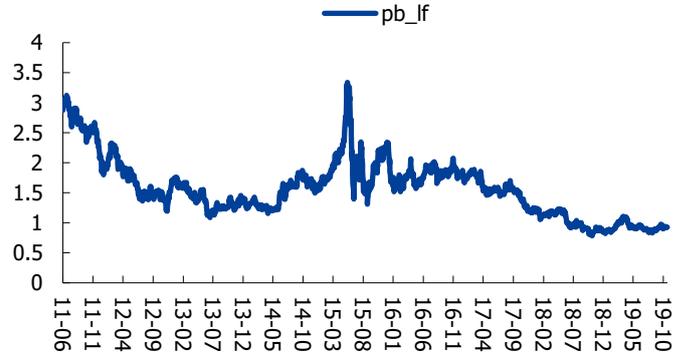
最低水平附近。估值同业对比上，根据 Wind 一致盈利预期，同业可比公司精工钢构、杭萧钢构、富煌钢构当前股价对应 2019-2021 年平均 PE 为 16.6/12.5/11.0 倍，显著高于公司 9.2/7.4/5.9 倍 PE，公司相对同业可比公司估值优势显著。

图表 34: 公司历年 PE (TTM)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 35: 公司历年 PB (PB)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 36: 公司历史 PE-band



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 37: 公司历史 PB-band



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 38: 可比公司估值表

代码	公司	最新收盘价 (元/股)	EPS (元)			PE		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
600477.SH	杭萧钢构	2.70	0.18	0.19	0.18	14.8	14.3	15.0
600496.SH	精工钢构	2.68	0.19	0.28	0.34	14.1	9.6	7.9
002743.SZ	富煌钢构	7.13	0.34	0.52	0.70	20.9	13.8	10.1
平均值						16.6	12.5	11.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, EPS 数据来自 Wind 一致预期, 股价截至 2019/11/21

4.3. 投资建议：鉴于公司持续增长动力充足，给予“买入”评级

我们预测 19/20/21 年公司归母净利润分别为 4.8/5.9/7.4 亿元, EPS 分别为 0.91/1.12/1.41 元 (18-21 年 CAGR 为 21.0%), 当前股价对应 PE 分别为 9.2/7.4/5.9 倍, 鉴于公司产能持续释放增长动力充足, 低估值优势显著, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

5. 风险提示

产能利用率不及预期风险：公司在建及已经完成建设的共有十大生产基地，投资大，全部建设完成后厂房面积将达 400-450 万平方米，产能将达 400-450 万吨/年，资产重。如若未来公司产能利用率走低，折旧摊销及人力成本占比将显著提高，会对公司业盈利能力产生较大拖累。

钢材价格波动风险：虽然公司可以通过协议转嫁大部分价格波动的影响，但实际执行过程中，受管理精确性、资金周转情况等因素制约，公司无法确保所有合同在收到客户首笔定金后钢材得到及时采购，从而仍将产生部分敞口风险。

竞争增加风险：目前公司在制造加工环节错位竞争、优势明显，但中长期来看，未来如若更多钢结构公司转型加入制造环节竞争，可能会弱化公司相关优势。

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中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
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	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