

富煌钢构 (002743)

公司研究/深度报告

受益于钢结构行业快速发展，公司业绩有望保持快速增长

深度研究报告/钢铁

2019年03月28日

报告摘要:

● 装配式建筑方兴未艾，钢结构装配将成为主流

住建部推进装配式建筑发展，2020年全国装配式建筑占比将达15%以上，住建部2019年十大任务中提到要大力发展钢结构等装配式建筑，装配式建筑工艺绿色环保，是我国明确要大力发展的建筑方向，而钢结构建筑不仅可循环利用，缩短工期，减少人工，提高建筑质量，而且还可以“藏钢于民”，随着相关配套政策的逐步落地，相信未来发展空间广阔。此外，对比日本钢结构建筑占全部建筑总量的71%，美国钢结构建筑占建筑总量的25%左右，而截止2016年我国钢结构建筑仅占全部建筑总量的6%，近几年虽有发展，但与发达国家差距仍然较大，仍具有广阔的发展空间。

● 公司为钢结构骨干企业，与河北建工签订协议拟共同为雄安新区建设贡献力量

钢结构属于技术密集型行业，对技术要求高，公司研发费用呈现不断上升趋势，2017年的接近1亿元，9年间平均增速达到21%，研发投入与人才引进保证了公司在行业内持续的技术优势和竞争优势。

公司是全国钢结构行业中资质最全、等级最高的企业，是首家取得双甲设计资质的钢结构企业，具备承揽国家级大型总包项目的资格。此外，公司也是首批通过欧标EN1090认证的企业，并取得美标认证(AISC)，将使公司能够参与“一带一路”建设。公司三十多项工程先后获得“中国建筑钢结构金奖(国家优质工程)”、“鲁班奖”、“詹天佑奖”等国家级奖项，铸就了良好品牌形象。

公司与河北建工2017年10月，公司与河北建工集团签订《战略合作协议》，双方将在京津冀区域特别是雄安新区装配式产业化方面合作开发钢结构工程、装配式产业化建筑、PPP模式的建设项目、EPC总承包项目等领域或领域内资源共享。

● 材料端压力减轻，公司盈利保持稳定增长

公司2018年营收33.21亿元，较2017年增长18.1%。2018年归母净利润0.8亿元，同比增速17%。材料端钢材价格中枢下移有利于降低成本，公司通过推动业务模式升级，获得房建施工总包特级资质后，可以由分包模式逐步晋升为总包模式，有利于提高项目净利率，并通过降低各项成本和费用，实现了整体环节的提质增效，增强了公司的盈利能力。

● 民营建筑企业回款边际改善，公司有望受益

公司经营规模扩张促使三费持续增长，削弱公司盈利水平，但销售费用与管理费用2017年增速较2016年均呈下降趋势，财务费用增速则上升至68%，体现了公司过去两年融资较难的情况，但是按照党中央、国务院部署，2018年11月以来，要求各地区、各有关部门和大型国有企业积极清理被拖欠的民营企业中小企业账款，公司作为民营企业，回款有望好转。

推荐

首次评级

当前价格：7.05元

交易数据

2019-3-28

收盘价(元)	7.05
近12个月最高/最低	9.84/5.28
总股本(百万股)	337.21
流通股本(百万股)	331.96
流通股比例(%)	98%
总市值(亿元)	23.77
流通市值(亿元)	23.40

该股与沪深300走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：陶贻功

执业证号：S0100513070009

电话：010-85127892

邮箱：taoyigong@mszq.com

研究助理：王介超

执业证号：S0100117060026

电话：010-85127433

邮箱：wangjiechao@mszq.com

研究助理：刘阳

执业证号：S0100118050012

电话：(8610)85127665

邮箱：liuyang_yjy@mszq.com

● 盈利预测与投资建议

公司盈利表现稳定增长，未来受益于装配式建筑发展以及钢结构占比提升，我们看好公司盈利的持续性。预计公司2018-2020年的EPS分别为0.25元、0.36元、0.46元，对应的PE分别为28.6倍、19.5倍、15.3倍。公司PE处于历史低点，远低于可比公司均值，在可比公司中处于中低水平，PB亦处于较低水平。首次覆盖，给予推荐的评级。

● 风险提示

原材料价格大幅波动，政策推进不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	2,813	3,347	4,251	4,676
增长率（%）	18.1%	19.0%	27.0%	10.0%
归属母公司股东净利润（百万元）	74	83	122	156
增长率（%）	47.3%	12.0%	47.0%	27.4%
每股收益（元）	0.21	0.25	0.36	0.46
PE（现价）	33.6	28.6	19.5	15.3
PB	1.2	1.1	1.1	1.0

资料来源：公司公告、民生证券研究院

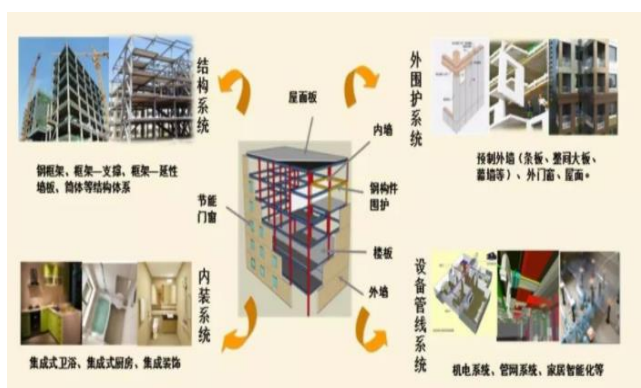
目录

一、装配式建筑方兴未艾，钢结构装配将成为主流	4
二、公司为钢结构骨干企业，拟与河北建工共同参与建设雄安新区	8
三、材料端压力减轻，公司盈利保持稳定增长	12
四、民营建筑企业回款边际改善，公司有望受益	14
五、盈利预测与投资建议	16
插图目录	20
表格目录	20

一、装配式建筑方兴未艾，钢结构装配将成为主流

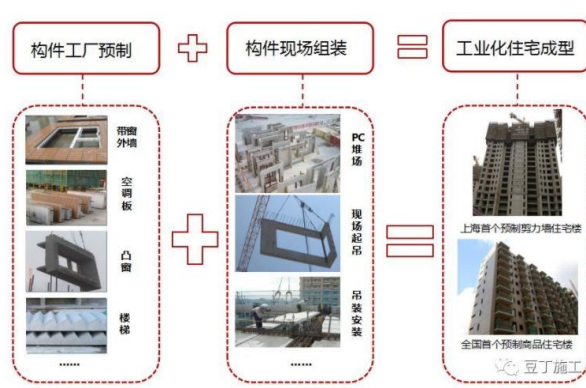
建筑工艺发生核心转变，装配式建筑成为发展方向。装配式建筑是通过工业化生产，将建筑的框架、外墙、楼梯、阳台等构件在工厂进行预制，后运输到施工现场并通过机械进行拼接安装的建筑种类。装配式结构是我国建筑结构发展的重要方向之一，能提高生产效率节约能源，利于我国建筑工业化发展，更绿色环保，利于提高和保证建筑工程质量，是我国建筑产业化进程中的主要载体。

图 1：装配式钢结构图解



资料来源：中国钢结构网，民生证券研究院

图 2：构件工厂预制+工地组装=工业化建造



资料来源：中国钢结构网，民生证券研究院

与国外钢结构占建筑比例相比，我国钢结构装配式建筑具有广阔发展空间。钢铁工业发展是钢结构产业发展的重要前提。根据发达国家数据，钢铁工业成熟后，钢结构建筑将随之进入较快发展阶段。从钢产量绝对数来看，美国、日本由于工业化较早，钢产量在近十年来一直居于世界前三，钢结构产业也随之蓬勃发展。从钢结构用钢量/钢铁产量来看，钢结构进入成熟期后，钢结构产量趋于稳定，约占钢铁产量的 20%~30%，工业发达国家如美国、日本、英国、澳洲，该比值都在 30% 以上，钢结构建筑面积占总建筑面积约 40% 以上，日本钢结构建筑占全部建筑总量的 71%，美国钢结构建筑占建筑总量的 25% 左右。而截止 2016 年我国钢结构建筑仅占全部建筑总量的 6%，近几年虽有发展，但与发达国家差距仍然较大，仍具有广阔的发展空间。

表 1：装配式钢结构在日美两国应用比例

国家	美股	日本
装配式钢结构所占比例	25%	71%

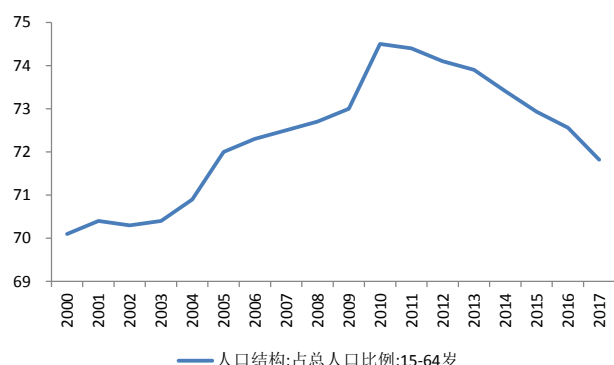
资料来源：民生证券研究院整理

较传统现浇混凝土建筑，装配式钢结构机械化程度高，工期缩短一半以上。钢结构技术规程完善、设计软件齐备，构件尺寸精确，设计和施工更高效，钢结构构件通用性和互换性较强，适应装配化施工，工地拼装速度快、工期短，是工业化程度最高的一种建筑工艺。以 30 层精装修项目为例，部品和构件在工厂加工、现场组装，水电及内装修在主体施工阶段穿插进行，施工速度快，一栋 1000 平米住宅只需 20 天、五个工人便可完工。

钢结构建筑人力需求少，可缓解建筑业劳动力成本压力。一方面，随着人口红利逐步消失，我国劳动力人口（15-64 岁）占比自 2011 年持续下降；从事建筑业的农民工占比自 2015

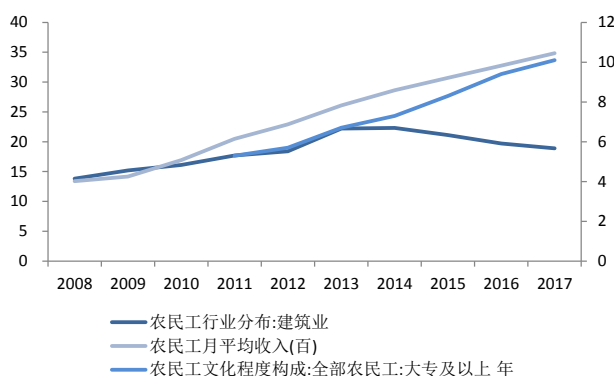
年起持续下降。且我国外出农民工文化程度大专及以上占比稳步上升，传统建筑建造工作由于体力消耗大难以再吸引农民工就业。另一方面，我国建筑业农民工收入稳步上升，2009-2017 年复合增长率为 12%，建筑业劳动力成本压力增大。不同预制率之下，装配式建筑比传统现浇建筑用工量减少 50%~70%，装配式建筑在施工现场的钢筋绑扎、模板支设等方面用工量明显降低，现场大量的预制构件均采用干法施工，大大减少了现场湿作业，能节约人力成本，施工人员的劳动强度也有所减弱。

图 3：我国劳动力人口自 2011 年起持续下降



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 4：农民工文化程度提升、从事建筑业人数占比下降



资料来源：Wind，民生证券研究院

凭借高轻度与轻重量，钢结构装配式或将成为发展主流。按照装配式建筑结构体系划分，装配式建筑可分为预制混凝土结构、钢结构和木结构。钢结构是由型钢和钢板等制成的梁钢、钢柱、钢桁架等构件，各构件或部件之间通常采用焊缝、螺栓或铆钉连接的结构，同时采用硅烷化、纯锰磷化、水洗烘干、镀锌等除锈防锈工艺。钢结构因有强度高、自重轻、整体刚性好、变形能力强等优势，故尤其适宜建造大跨度和超高、超重型的建筑物，包括大型工业厂房、楼房、写字楼、公路铁路桥梁、海洋石油钻井平台等，未来有望成为装配式建筑的主流结构。

图 5：装配式钢结构优势多



资料来源：民生证券研究院整理

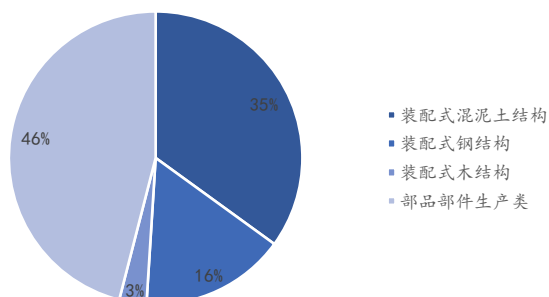
表 2：不同钢结构在各个领域的应用

分类	用途	特点
轻型钢结构	轻型工业厂房、仓库、各类交易市场等	轻型、便捷
多高层重钢结构	大型公共建筑、写字楼、电视塔等	高耸、重载
大跨度空间钢结构	大型工业厂房、机场航站楼、会展中心、体育场馆、剧场等	大跨、空间大
电力钢结构	电厂、输变电铁塔等	自重轻、强度高
桥梁钢结构	公路铁路桥梁、市政桥梁等	跨度大、荷载能力强
海洋石油钢结构	海洋石油钻井平台等	强度高、安全性高

资料来源：民生证券研究院整理

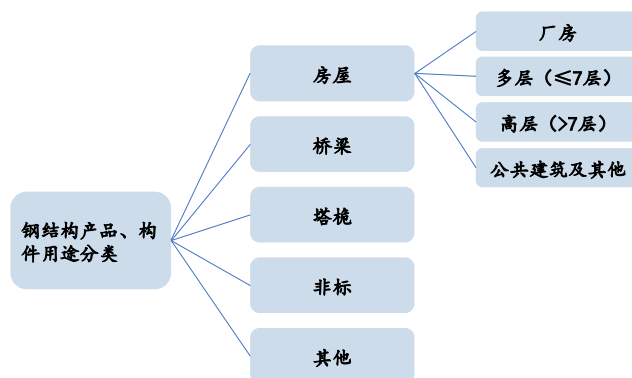
落地装配式钢结构占装配式建筑项目数的 16%。据智研咨询《2018-2024 年中国装配式建筑钢结构行业分析与投资决策咨询报告》显示，2016 年我国落地的装配式混凝土项目共 41 个，装配式钢结构建筑共 19 个，木结构建筑 4 个，另外 54 个为部品部件生产类项目。

图 6：2016 年落地装配式建筑项目占比



资料来源：中国钢结构协会，民生证券研究院

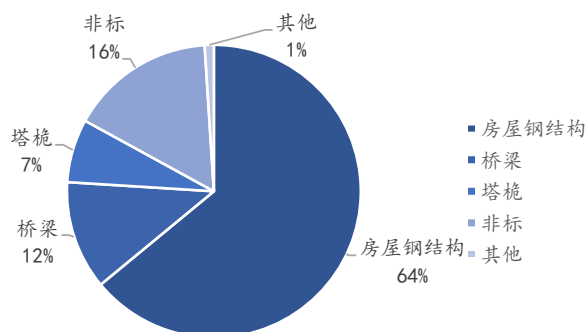
图 7：钢结构应用领域分类



资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

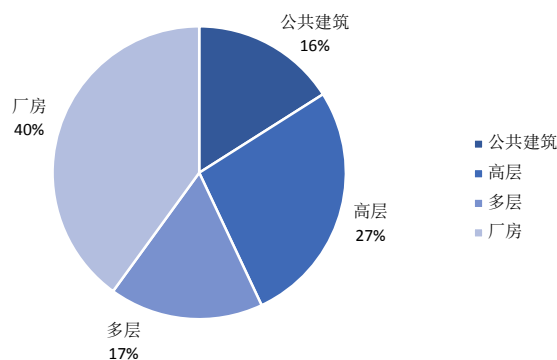
钢结构住宅占比更低, 未来发展空间广阔。目前钢结构建筑广泛应用于大跨度工业厂房、单层和多层厂房、仓储、库房、大型公共设施等领域; 据中国建筑金属结构协会数据, 2016 年已竣工有一定规模的钢结构工程项目中商业地产、场馆、以及厂房合计占 74.5%, 桥梁、交通枢纽等基础设施建设占 18.2%, 住宅仅占 4.1%。近两年在公路、桥梁有较大发展; 但在居住类建筑中的应用比例依然偏低, 未来居住类建筑有望进一步发展。

图 8: 2016 年钢结构应用领域占比



资料来源: 中国钢结构协会, 民生证券研究院

图 9: 2016 年房屋建筑钢结构应用领域占比



资料来源: 中国建筑金属结构协会, 民生证券研究院

住建部明确鼓励钢结构装配式建筑发展, 配套政策落地将进一步推动行业发展。2017 年住建部印发的《“十三五”装配式建筑行动方案》中确定了 2020 年全国装配式建筑占新建建筑的比例要达到 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。2018 年 12 月, 全国住房和城乡建设工作会议上, 住建部部长提出 2019 年要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。目前, 国内公共建筑用钢结构已经很成熟, 主要是医院、学校等大型基建项目。钢结构装配式建筑除了稳固和环保、可循环利用等优势, 还可藏钢于民, 有效化解建筑材料的供需不平衡, 随着相关配套政策的逐步落地, 相信未来发展空间广阔。

表 3: 住建部 2019 年十大重点任务

十大重点任务	主要内容
以稳地价稳房价稳预期为目标, 促进房地产市场平稳健康发展。	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位, 着力建立和完善房地产市场平稳健康发展的长效机制, 坚决防范化解房地产市场风险。
以加快解决中低收入群体住房困难为中心任务, 健全城镇住房保障体系。	支持人口流入量大的一线、二线城市和其他热点城市, 降低准入门槛, 增加公租房有效供应, 因地制宜发展共有产权住房。
以解决新市民住房问题为主要出发点, 补齐租赁住房短板。	人口流入量大、住房价格高的特大城市和大城市要积极盘活存量土地, 加快推进租赁住房建设, 切实增加有效供应。
以提高城市基础设施和房屋建筑防灾能力为重点, 着力提升城市承载力和系统化水平。	深入推进海绵城市建设, 加大城市黑臭水体治理和排水防涝设施补短板工作力度, 制定实施城镇污水处理提质增效三年行动方案, 加快城市和县城生活垃圾无害化处理设施建设, 继续因地制宜推进地下综合管廊建设。
以贯彻新发展理念为引领, 促进城市高质量发展建设发展。	建立城市建设管理和人居环境质量评价体系, 促进城市高质量发展建设发展。扩大城市体检评估试点范围, 建立“一年一体检, 五年一评估”的制度。
以集中力量解决群众关注的民生实事为着力点, 提升城市品质。	实施城市品质提升三年行动计划。运用“美好环境与幸福生活共同缔造”的理念和方法, 推进老旧小区改造工作, 重点解决供水、供电、供气等问题, 促进解决二次供水、停车难问题, 鼓励有条件的小区加装电梯等便民设施。
以改善农村住房条件和居住环境为中	全力推进脱贫攻坚三年行动, 2019 年将剩余 160 万户建档立卡贫

心，提升乡村宜居水平。

以发展新型建造方式为重点，深入推进建筑业供给侧结构性改革。

以工程建设项目审批制度改革为切入点，优化营商环境。

以加强党的政治建设为统领，为住房和城乡建设事业高质量发展提供坚强政治保障。

困户等 4 类重点对象的危房全部列入年度改造计划。

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。

在总结试点地区经验基础上，在全国全面开展工程建设项目审批制度改革工作，进一步优化审批流程，确保实现审批时间压减一半的目标。

坚持把党的政治建设摆在首位，进一步牢固树立“四个意识”，坚决做到“两个维护”。进一步压实全面从严治党政治责任，确保管党治党真正抓到底、严到位。

资料来源：民生证券研究院整理

棚改货币化政策收紧，安置房将打开钢结构装配式市场需求。2018 年 10 月，国务院常务会议部署推进棚户区改造工作，其中要求调整完善棚改货币化安置政策，对于商品房库存不足、房价上涨压力大的市县，要尽快取消货币化安置优惠政策，这意味着一部分房价脱离基本面的城市将收紧货币化安置政策转而采用安置房政策。随着今年棚改货币化安置比例的下降，安置房需求量将会上升，多数省份钢结构推广主要在安置房与保障房中，所以将刺激钢结构装配式需求。

二、公司为钢结构骨干企业，拟与河北建工共同参与建设雄安新区

公司专注于重型钢结构领域，逐渐成长为行业内骨干企业。富煌钢构股份有限公司成立于 2004 年 12 月 16 日，是国内较早成立的一家集钢结构设计、制造与安装为一体的总承包企业。通过不断地技术创新、产业升级，富煌钢构形成了以重型钢结构为主，重型建筑钢结构和重型特种钢结构的系列化发展，是我国钢结构行业中能够承建各类建筑钢结构、桥梁钢结构、电厂钢结构设计、制作与安装的骨干企业。公司现为全国建筑钢结构加工、制作与安装的“定点企业”，是中国建筑金属结构协会、中国钢结构协会副会长单位，安徽省钢结构协会会长单位。

图 10：公司具有较高生产优势



资料来源：公司资料，民生证券研究院

公司完成千余项钢结构工程，积累丰富行业经验。公司业务主要集中于高层类、重钢厂房类、电厂类、特种钢结构类、大跨度空间类以及总承包项目。近年来，为顺应国家政策导向，公司大力发展装配式建筑产业化、智能立体车库及特色小镇产业，先后承接了上海世博会上西班牙、希腊、冰岛、阿联酋、委内瑞拉等五个国家的七个展馆，华东四大铁路枢纽站之一的合肥高铁南站，贵阳龙洞堡国际机场，昆明万达广场，阿里巴巴阿里云大厦，内蒙古蒙泰不连沟矿井及选煤厂，合肥京东方第六代薄膜晶体管液晶显示器件厂房，铜陵电厂，宁夏生态纺织产业示范园区中小企业孵化园和生态纺织研发中心项目，海纳新能源汽车项目，阜阳市颍泉区棚户区改造抱龙安置区产业化工程，阜阳职业技术学院新校区装配式建筑产业化项目等一大批难度高、体量大、结构复杂的代表性工程，积累了丰富工程经验。

图 11：公司主要钢结构产品



资料来源：公司资料，民生证券研究院

公司资质齐全具有明显品牌优势，与河北建工拟合作建设雄安新区。公司是全国钢结构行业中资质最全、等级最高的企业，是首家取得双甲设计资质的钢结构企业，拥有房屋建筑工程施工总承包特级资质、钢结构工程专业承包壹级资质、钢结构制造企业特级等资质，使公司具备了承揽高门槛、大体量的国家级大型总包项目的资格。2017 年 10 月，公司与河北建工集团签订《战略合作协议》，双方将在京津冀区域特别是雄安新区装配式产业化方面合作开发钢结构工程、装配式产业化建筑、PPP 模式的建设项目、EPC 总承包项目等领域或领域内资源共享。经过千余项优质工程的考验，公司信誉以及项目质量得到市场检验，有三十多项工程先后获得“中国建筑钢结构金奖（国家优质工程）”、“鲁班奖”、“詹天佑奖”等国家级奖项，铸就了良好品牌形象。2017 年，富煌钢构被住建部认定为首批国家级“装配式建筑产业基地”。

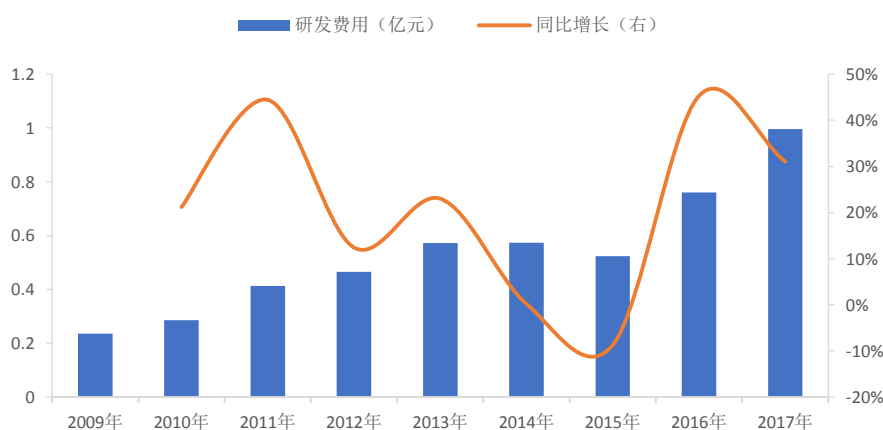
图 12：公司具有多项高等级资质



资料来源：公司资料，民生证券研究院

公司不断加大研发投入，逐渐形成技术领先优势。公司研发费用呈现不断上升趋势，由 2009 年的 0.24 亿元增长至 2017 年的接近 1 亿元，9 年间平均增速达到 21%，最大单年增速达到 45%，研发投入的增加主要系新型生产线项目逐步投入使用。由于钢结构属于技术密集型行业，对技术要求高，公司长期以来十分重视科技投入，先后与同济大学等国内名校、科研院所建立了长期的“产学研”和技术合作关系，取得了多项专利和几十项具有自主知识产权的创新成果，使得公司的技术水平处于较高地位。此外，公司还参与、主持了国家、地方及行业有关标准的修订、制定工作，保证了公司在行业内持续的技术优势和竞争优势。

图 13：公司 2009-2017 年研发费用及其同比增速

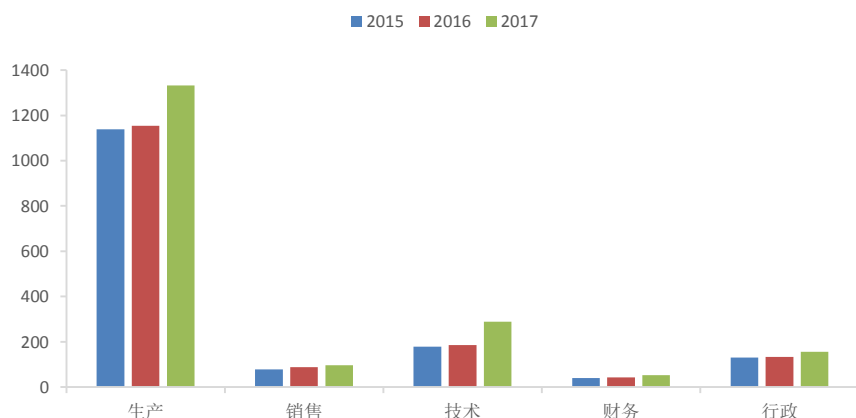


资料来源：wind，民生证券研究院

技术人员占比快速提升，科技人才优势逐步建立。技术优势的核心是人才优势，公司一向重视人才及人才队伍梯队建设，通过引进与培养的方式拥有一批行业内知名的技术骨干力量。公司 2015 年至 2017 年，技术人员数量快速增长，由 179 人增长至 288 人，其中 2017 年技术人员增速达到 56%。技术人员占比也快速提升，由 2015 年的 11.43% 上升至 2017 年的

14.96%。技术人员人数与占比的双双提升反映了公司重视人才的发展理念。公司重点培养了一批集管理、技术于一身的复合型人才，为公司开拓新型市场、创新业务模式、推广创新技术成果、提升品牌价值等各方面都做出了重要的贡献。

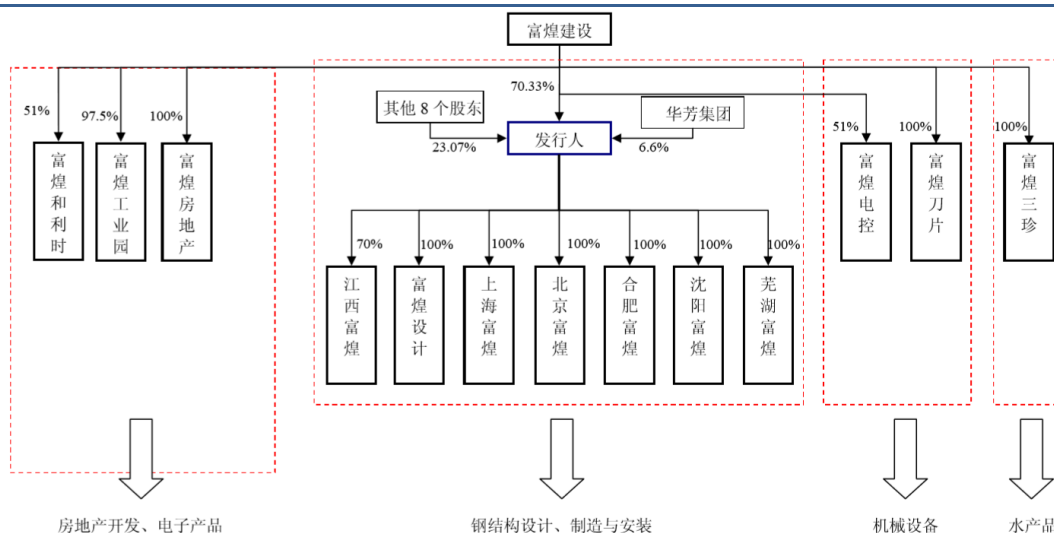
图 14：2015-2017 年公司员工构成



资料来源：wind，民生证券研究院

富煌建设为公司最大股东，公司前十大股东中出现汇金与社保基金身影。安徽富煌建设有限公司持有富煌钢构 37.96% 的股份，是公司第一大股东，而杨俊斌持股安徽富煌建设 99.7% 的股份，是公司实际控制人。在富煌钢构前十大股东中，我们看到中央汇金持有公司 0.38% 股份排名第 8，而社保基金五零一组合则是 2018 年 Q3 新进入前十大股东名单并排名第十，持有公司 0.35% 股份。

图 15：公司股权结构图

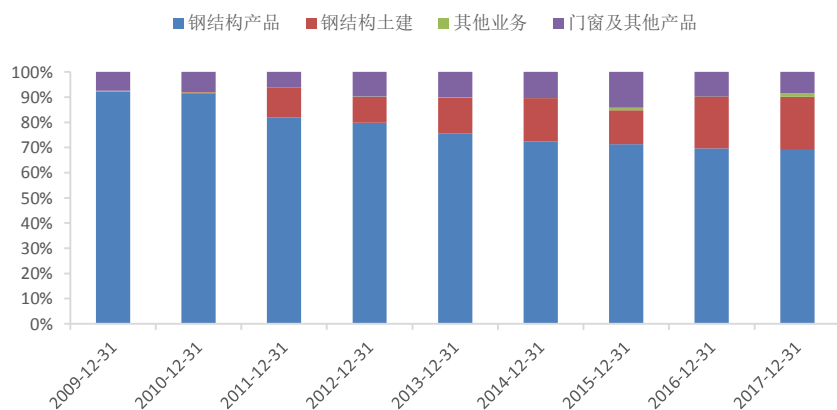


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

公司营收主要来自钢结构产品，钢结构土建营收占比在逐年增加。在公司营业收入分类中，钢结构产品是公司主要营业收入，2009 年至今最高占比达到 92%，平均占比也接近 80%。第二大营业收入来自于钢结构土建，其规模近几年逐年快速增长，由 2009 年的 0% 占比增长至 2017 年的 21%，钢结构土建业务营业收入规模年均增速接近 600%。公司营业收入占比的

变化也反映出公司经营战略的转变,正在由原来钢结构产品设计、制作主导向钢结构装配式建筑总承包转型,相信未来随着装配式建筑的普及以及装配化率的提高,公司业绩将实现更加快速增长。

图 16: 公司主要产品收入

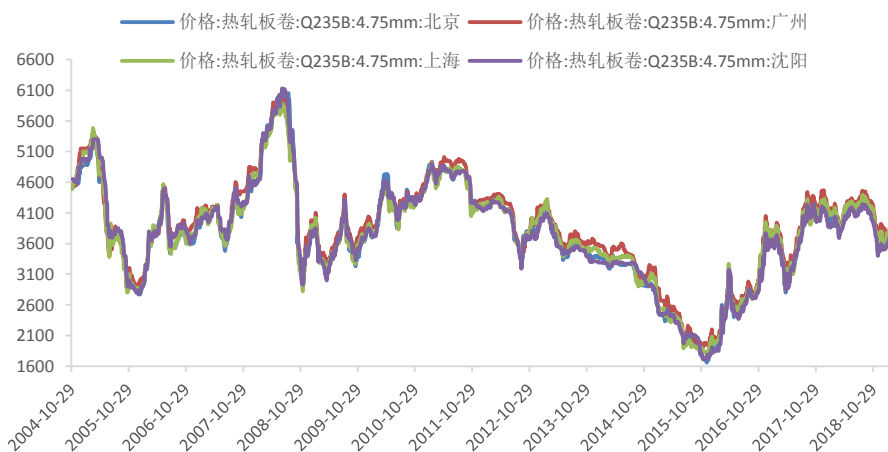


资料来源: wind, 民生证券研究院

三、材料端压力减轻, 公司盈利保持稳定增长

材料端钢材价格中枢下移有利于降低成本。近期钢材价格中枢明显下移,虽然合同中会有追补,但钢材作为主要原材料还是会影响公司盈利,所以当钢材价格下降,将有利于下游钢结构企业成本端降低,增厚企业利润。

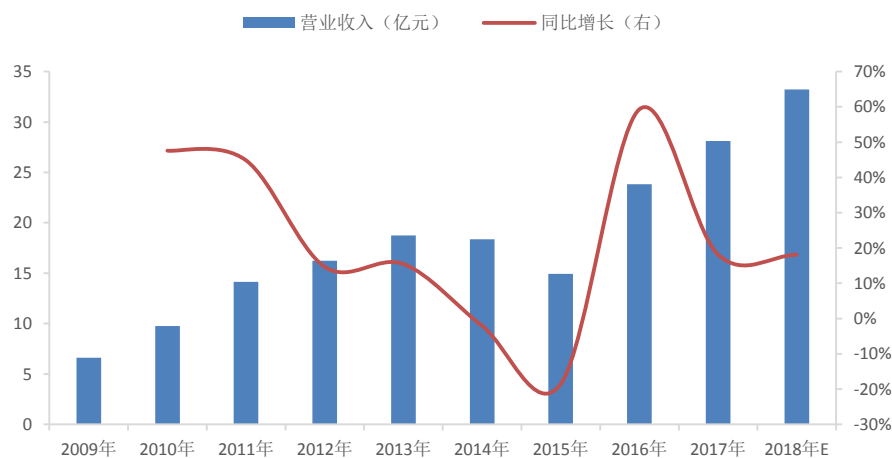
图 17: 2018 年底开始钢材价格存在下行趋势



资料来源: wind, 民生证券研究院

营业收入保持快速增长, 收入规模突破 30 亿元。公司营业收入在 2009 年至 2018 年的 10 年间,由 6.61 亿元增长至 33.21 亿元,规模增长近 5 倍,期间实现营业收入年均增速 22%。2018 年较 2017 年营业收入增加 5.09 亿元,同比增长 18.1%,较 2017 年营业收入增速基本持平。公司通过推动业务模式升级,在狠抓传统业务市场的同时,积极开拓装配式建筑市场领域,不断扩大总包项目的业务占比,有效遏制了营收下行趋势,实现平稳增长。

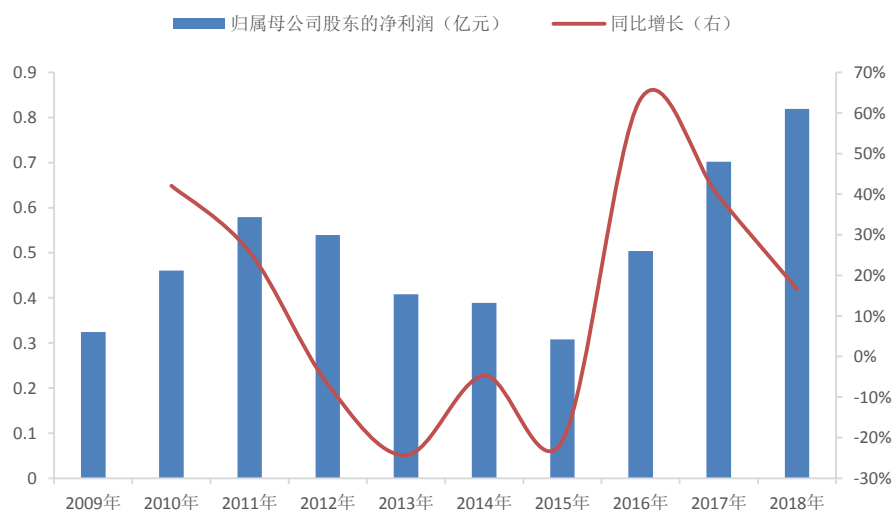
图 18：公司 2009–2018 年营业收入及其同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院

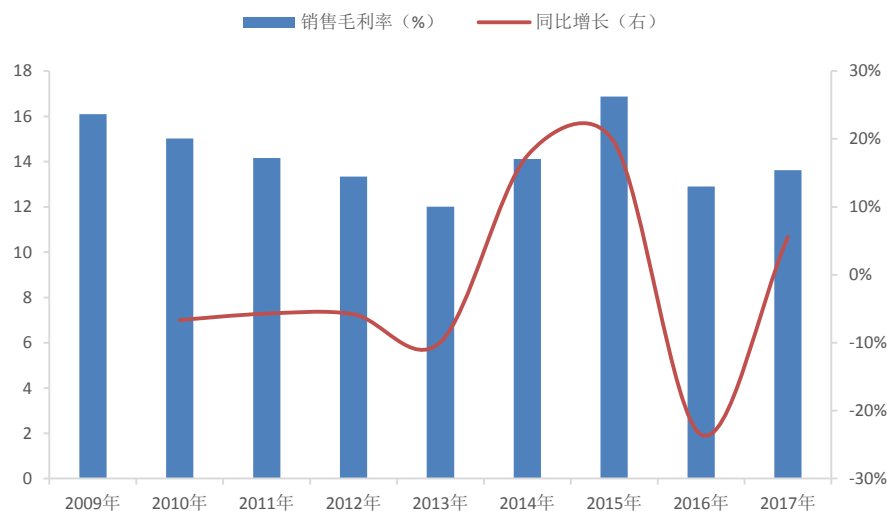
归母净利保持高位增长，公司提质增效初显成果。公司最近三年归母净利润分别为 0.5 亿、0.7 亿、0.8 亿元，实现了归母净利润的连续三年上涨。2009 年至 2018 年，公司归母净利润由 0.3 亿元增长至 0.8 亿元，期间内年均增速达到 15%，最高同比增速 63%。虽然最近三年增速逐年下降，分别为 63%、39%与 17%，但增速绝对值依然处于高位，主要因为公司强化内部管理，优化工艺，充分释放产能，改善产品结构，降低各项成本和费用，实现了整体环节的提质增效，增强了公司的盈利能力。

图 19：公司 2009–2018 年归母净利润及其同比增速



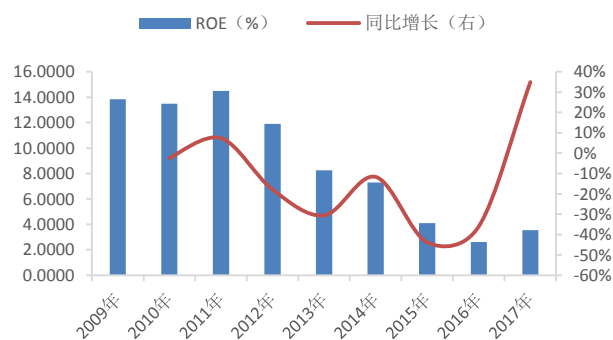
资料来源：wind，民生证券研究院

公司销售毛利率企稳回升。2009 年–2018 年，公司销售毛利率保持在在 12%–17% 区间，期间平均毛利率为 14.2%。近三年(2015 年–2017 年)销售毛利率分别为 16.9%、12.9%、13.6%，虽然略有趋势性下降，但依然维持在绝对值高位，与同行业上市公司平均水平基本一致。其中，2017 年销售毛利率较 2016 年略有回升，主要是由于公司钢结构产品毛利率的回升以及钢结构土建毛利率降幅的收窄，同样反映了公司管理层提质增效的作用。

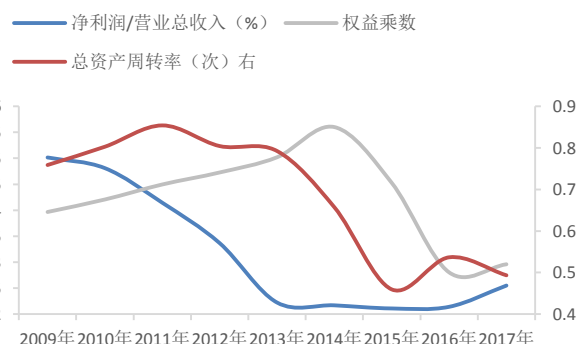
图 20：公司 2009–2018 年销售毛利率及其同比增速


资料来源：wind，民生证券研究院

受销售净利率下滑等因素影响，公司净资产收益率呈下行趋势。截至 2017 年，公司净资产收益率为 3.5%，处于公司历史底部。2009 年至 2017 年，公司净资产收益率由 13.8% 下行至 3.5%，公司盈利能力存在较明显下滑。通过杜邦分析来看，公司销售净利率下滑是主要原因，期间费用和资产减值损失则随着施工与销售规模的扩大，按工程进度确认的应收账款增加，计提的坏账损失金额较大，导致公司近两年净利率下降较快。2014 年至今，公司权益乘数与总资产周转率也开始纷纷下降，表明公司总资产利用状况在恶化。但 2017 年公司 ROE 结束连续下行，较 2016 年上涨 45%，主要受公司销售净利率与权益乘数的改善导致。

图 21：公司 2009–2017 年净资产收益率及其同比增速


资料来源：wind，民生证券研究院

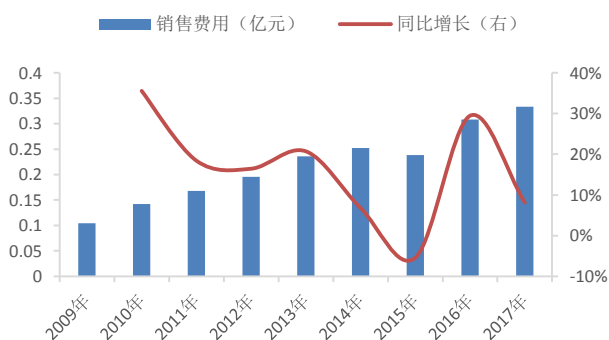
图 22：公司 2009–2017 年 ROE 杜邦分析


资料来源：wind，民生证券研究院

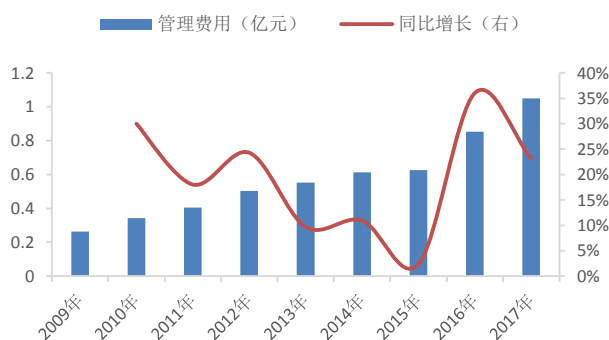
四、民营建筑企业回款边际改善，公司有望受益

经营规模扩张促使三费持续增长，削弱公司盈利水平。随着经营规模的不断扩大，公司期间费用持续上升，2009 年至 2017 年期间，公司销售费用由 0.1 亿元增长至 0.3 亿元，费

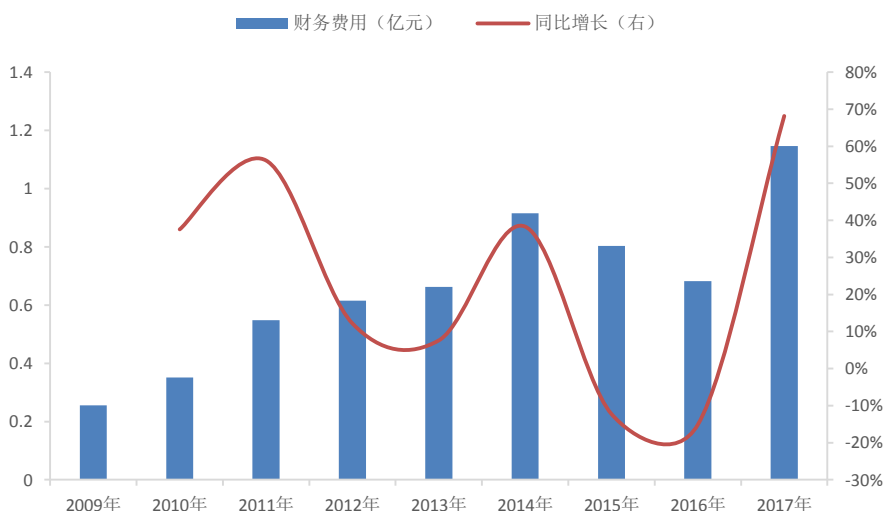
用规模增长超过 3 倍，期间平均增速 16%，销售费用增长主要由于售后维护费用和工资费用的增加。公司管理费用由 0.3 亿元增长至 1.1 亿元，费用规模增长接近 4 倍，期间平均增速超过 19%，管理费用的增加主要是由于差旅、折旧等费用的增加。公司财务费用由 0.3 亿元增长至 1.1 亿元，期间平均增速超过 24%，从侧面反映公司项目规模扩大，流动资金需求增加，公司借款增加导致利息支出增多。虽然公司三费增加，但趋势各有不同，销售费用与管理费用 2017 年增速较 2016 年均呈下降趋势，体现了公司提质增效对费用的有效管理。财务费用增速则由 2016 年的-15% 上升至 2017 年的 68%，增速的变化则体现了公司过去两年融资较难的情况。

图 23：公司 2009-2017 年销售费用及其同比增速


资料来源：wind，民生证券研究院

图 24：公司 2009-2017 年管理费用及其同比增速


资料来源：wind，民生证券研究院

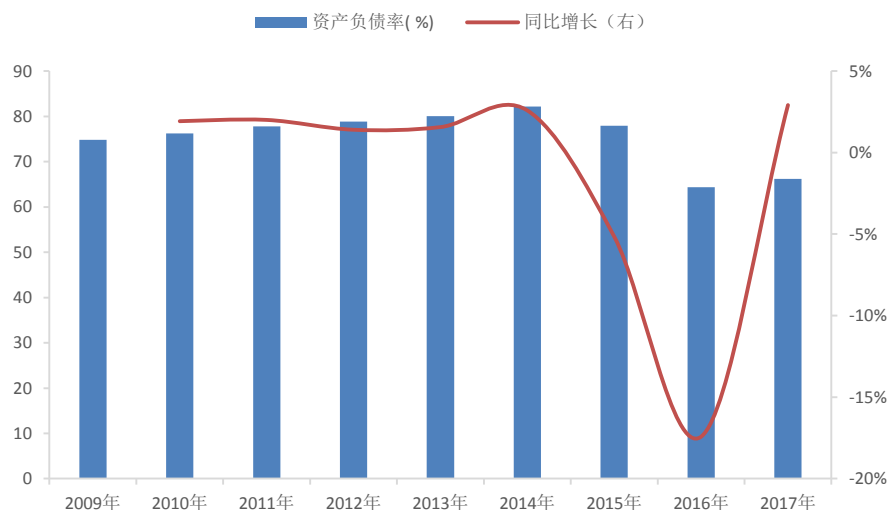
图 25：公司 2009-2017 年财务费用及其同比增速


资料来源：wind，民生证券研究院

资产负债率大幅降低，公司资产质量较优。公司资产负债率 2014 年达到最高的 82%，随后连续两年下降，2016 年下降 17% 到达近十年最低水平 64%，随后在 2017 年资产负债率虽有窄幅上升，但仍维持的 70% 以下。资产负债率的下降主要是由于我国“去杠杆”政策下公司

主动降低自身新增与存量债务规模，此外也由于民营企业债务成本抬升导致的被动降杠杆。在这一轮“去杠杆”过程中，公司资产质量得到显著提升，抗风险能力增强，有效降低了公司资产在宏观经济下行周期中风险暴露危险。

图 26：公司 2009-2017 年资产负债率及其同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院

民营企业经营环境改善，公司回款与融资难问题有望得到边际改善。2018 年 11 月以来，按照党中央、国务院部署要求，各地区、各有关部门和大型国有企业积极清理被拖欠的民营企业中小企业账款，公司作为民营企业，回款有望好转。截至近年 2 月，全国政府部门、大型国有企业共清偿民营企业账款超过 1600 亿元。目前中央企业作为甲方，与民营企业在执行合同近 700 万份、金额超 10 万亿元，共清理出逾期欠款 1116 亿元，占在执行合同金额的 1.1%。此外，去年以来国家多次强调改善民营企业融资难问题，央行多次降准用于定向支持小微企业经营环境的改善。

五、盈利预测与投资建议

(一) 估值对比

筛选申万建筑装饰行业中的钢结构企业，可比公司 PE 均值为 31.01 倍，而富煌钢构 PE 为 28.53，略低于可比公司均值，在可比公司中处于中下水平；可比公司 PB 均值为 1.87，而富煌钢构 PB 为 1.14，同样低于可比公司均值。

表 4：可比公司估值

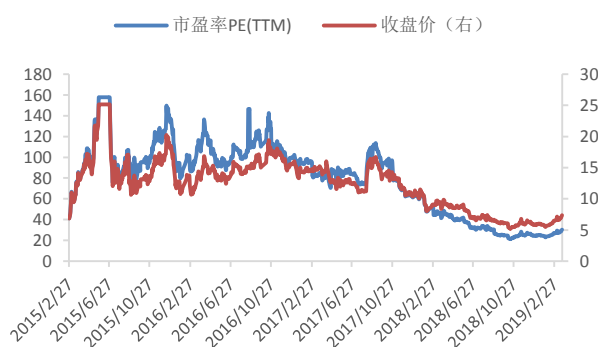
公司	股价	PE(TTM)	PB(LF)
东南网架	5.97	36.17	1.53
鸿路钢构	8.47	10.69	1.00
东方铁塔	7.50	23.18	1.27
富煌钢构	6.93	28.53	1.14
海波重科	16.02	66.58	2.59
杭萧钢构	4.51	12.21	2.61

精工钢构	3.30	40.89	1.18
森特股份	13.46	29.79	3.62
可比公司均值	-	31.01	1.87

资料来源：Wind，民生证券研究院（2019年3月27日值）

纵向来看，经过股价不断下探，公司盈利后 PE (TTM) 震荡下降，目前处于历史低点；自公司上市以来，PB 也呈现下行趋势，目前也处于较低位置。

图 27：公司 PE (TTM) 及股价



资料来源：wind，民生证券研究院

图 28：上市以来 PB (LF)



资料来源：wind，民生证券研究院

（二）盈利预测

根据公司业务转型战略，我们认为未来钢结构土建业务将成为营业收入主要增长动力，钢结构产品以及门窗产品将保持稳定增长，所以给予以下盈利预测。

表 5：公司营业收入拆分预测（单位：百万元）

公司	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	2,813	3,347	4,251	4,676
钢结构产品	1,943	2,293	2,889	3,178
钢结构土建	592	722	938	1,032
其他业务	38	68	109	120
门窗及其他产品	240	264	315	346

资料来源：Wind，民生证券研究院

我们预计公司 2018-2020 年归属母公司股东净利润 0.83 亿元、1.22 亿元、1.56 亿元，EPS 分别为 0.25 元、0.36 元、0.46，对应当前股价 PE 分别为 28.6 倍、19.5 倍、15.3 倍。首次覆盖，给予推荐的评级。

表 6：盈利预测与财务指标

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	2,813	3,347	4,251	4,676
增长率（%）	18.1%	19.0%	27.0%	10.0%
归属母公司股东净利润（百万元）	74	83	122	156
增长率（%）	47.3%	12.0%	47.0%	27.4%
每股收益（元）	0.21	0.25	0.36	0.46

PE (现价)	33.6	28.6	19.5	15.3
PB	1.2	1.1	1.1	1.0

资料来源：公司公告，民生证券研究院

风险提示：原材料价格大幅波动，政策推进不及预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	2,813	3,347	4,251	4,676
营业成本	2,430	2,942	3,737	4,101
营业税金及附加	10	15	17	19
销售费用	33	43	53	59
管理费用	105	126	158	175
EBIT	235	221	286	322
财务费用	115	132	155	152
资产减值损失	46	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	83	90	131	170
营业外收支	0	1	0	0
利润总额	84	90	131	170
所得税	8	6	7	12
净利润	76	85	124	159
归属于母公司净利润	74	83	122	156
EBITDA	287	298	379	436

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	555	885	1619	2574
应收账款及票据	1559	2045	2426	2731
预付款项	71	66	92	98
存货	1309	1899	2364	2621
其他流动资产	455	455	455	455
流动资产合计	4021	5460	7095	8632
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	777	978	1218	1446
无形资产	192	250	281	325
非流动资产合计	1964	2303	2592	2887
资产合计	5986	7762	9687	11519
短期借款	965	965	965	965
应付账款及票据	1310	1725	2121	2353
其他流动负债	81	81	81	81
流动负债合计	2842	3309	3785	4056
长期借款	1114	2340	3663	5066
其他长期负债	7	7	7	7
非流动负债合计	1121	2347	3670	5074
负债合计	3963	5655	7456	9129
股本	337	337	337	337
少数股东权益	38	40	42	45
股东权益合计	2022	2107	2231	2390
负债和股东权益合计	5986	7762	9687	11519

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	18.1%	19.0%	27.0%	10.0%
EBIT 增长率	31.9%	-5.9%	29.3%	12.6%
净利润增长率	47.3%	12.0%	47.0%	27.4%
盈利能力				
毛利率	13.6%	12.1%	12.1%	12.3%
净利润率	2.6%	2.5%	2.9%	3.3%
总资产收益率 ROA	1.2%	1.1%	1.3%	1.4%
净资产收益率 ROE	3.7%	4.0%	5.6%	6.6%
偿债能力				
流动比率	1.41	1.65	1.87	2.13
速动比率	0.95	1.08	1.25	1.48
现金比率	0.20	0.27	0.43	0.63
资产负债率	66.21%	72.86%	76.97%	79.25%
经营效率				
应收账款周转天数	175.40	175.49	175.46	175.47
存货周转天数	226.0	235.2	230.6	232.9
总资产周转率	0.49	0.49	0.49	0.44
每股指标 (元)				
每股收益	0.21	0.25	0.36	0.46
每股净资产	5.88	6.13	6.49	6.95
每股经营现金流	(1.95)	(1.27)	(0.47)	0.03
每股股利	0.04	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	33.6	28.6	19.5	15.3
PB	1.20	1.15	1.09	1.01
EV/EBITDA	14.43	16.91	14.82	13.94
股息收益率	0.60%	0.00%	0.00%	0.00%

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	72	85	124	159
折旧和摊销	52	76	93	113
营运资金变动	(924)	(641)	(425)	(312)
经营活动现金流	(659)	(427)	(158)	11
资本开支	383	414	382	408
投资	(69)	0	0	0
投资活动现金流	(447)	(414)	(382)	(408)
股权募资	65	0	0	0
债务募资	805	1,226	1,324	1,403
筹资活动现金流	717	1,172	1,274	1,352
现金净流量	(388)	330	734	955

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1: 装配式钢结构图解	4
图 2: 构件工厂预制+工地组装=工业化建造	4
图 3: 我国劳动力人口自 2011 年起持续下降	5
图 4: 农民工文化程度提升、从事建筑业人数占比下降	5
图 5: 装配式钢结构优势多	5
图 6: 2016 年落地装配式建筑项目占比	6
图 7: 钢结构应用领域分类	6
图 8: 2016 年钢结构应用领域占比	7
图 9: 2016 年房屋建筑钢结构应用领域占比	7
图 10: 公司具有较高生产优势	8
图 11: 公司主要钢结构产品	9
图 12: 公司具有多项高等级资质	10
图 13: 公司 2009-2017 年研发费用及其同比增速	10
图 14: 2015-2017 年公司员工构成	11
图 15: 公司股权结构图	11
图 16: 公司主要产品收入	12
图 17: 2018 年底开始钢材价格存在下行趋势	12
图 18: 公司 2009-2018 年营业收入及其同比增速	13
图 19: 公司 2009-2018 年归母净利润及其同比增速	13
图 20: 公司 2009-2018 年销售毛利率及其同比增速	14
图 21: 公司 2009-2017 年净资产收益率及其同比增速	14
图 22: 公司 2009-2017 年 ROE 杜邦分析	14
图 23: 公司 2009-2017 年销售费用及其同比增速	15
图 24: 公司 2009-2017 年管理费用及其同比增速	15
图 25: 公司 2009-2017 年财务费用及其同比增速	15
图 26: 公司 2009-2017 年资产负债率及其同比增速	16
图 27: 公司 PE (TTM) 及股价	17
图 28: 上市以来 PB (LF)	17

表格目录

表 1: 装配式钢结构在日美两国应用比例	4
表 2: 不同钢结构在各个领域的应用	6
表 3: 住建部 2019 年十大重点任务	7
表 4: 可比公司估值	16
表 5: 公司营业收入拆分预测 (单位: 百万元)	17
表 6: 盈利预测与财务指标	17

分析师与研究助理简介

陶贻功，毕业于中国矿业大学（北京），本科专业化学工程与工艺，研究生专业矿物加工工程（煤化工）。2011年7月加入民生证券至今。一直从事煤炭、电力、燃气、环保等大能源方向的行业研究。2012年“新财富最佳分析师”入围、2012年“第六届水晶球奖”（非公募类）第二名、2012年“金牛分析师”入围奖核心成员。

王介超，咨询师（投资），高级工程师，一级建造师。冶金及建筑行业工作近8年，主编钢铁行业国标GB/T 18916.31，拥有多项专利（发明专利1项），先后担任技术负责人，主任，项目经理，并参与执行海外“一带一路”工程项目，有较为丰富的钢铁行业经验以及国内外项目管理经验。2017年5月加入民生证券从事钢铁、建筑、煤炭方向的研究工作。

刘阳，帝国理工学院金融工程硕士，2018年加入民生证券。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。