

# 建筑装饰

证券研究报告  
2019年05月09日

## 多因素助力行业持续高景气-2018年及2019Q1钢结构行业财报汇总分析

投资评级  
行业评级 强于大市(维持评级)  
上次评级 强于大市

### 作者

唐笑 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517030004  
tangx@tfzq.com  
岳恒宇 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517040005  
yuehengyu@tfzq.com  
肖文劲 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110519040001  
xiaowenjin@tfzq.com

### 行业走势图



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

- 1 《建筑装饰-行业专题研究:制造业景气、EPC模式日渐成熟共推行业高增长——钢结构行业半年报汇总分析》 2018-09-11
- 2 《建筑装饰-行业专题研究:景气度进一步提升,探索发展新模式——钢结构行业年报及一季报综述》 2018-05-13

### 新签订单充沛, EPC及技术加盟模式释放增量

报告期行业可比公司新签订单额 373.41 亿元, 同比增长 26.3%, 主系制造业固定资产投资回暖拉动, 其中新签订单额增速超 30% 的有杭萧钢构、鸿路钢构。总体来说订单收入比继续保持在较为适中区间。钢结构专业分包向总承包转型带来 EPC 业务增量, 以精工钢构为例, EPC 模式承接业务额达 14.83 亿元, 同增 163%, 远高于报告期内新签订单额增速。随专利授权业务增长, 业内企业竞争压力加大, 未来专利授权业务定价或将降低。行业内公司产能普遍扩张, 预计 2019 年将持续扩张。

### 制造业投资强劲及政策加码带动 18 年营收提升, 地产施工加快有望拉动今年增速

2018 年钢结构板块营收增速 30.63%, 超 2017 年增速 9.57 个百分点, 持续保持快速增长态势。制造业固定资产投资增速同比增长 5.30 个百分点, 或是促进轻钢结构放量主因。2019Q1 钢结构板块营收增速 31.90%, 同比增加 5.49 个百分点, 此轮增长动力转换为房地产投资增长, 叠加中国建筑业协会 2019 年工作要点及住房和城乡建设建筑市场监管司 2019 年工作要点等政策加码, 预计 2019 年营收将持续保持高速增长。

### 毛利率小幅下滑, 增值税减税有望改善盈利能力

报告期内钢价高企, 行业毛利率同比下降 0.76 个百分点至 16.98%。我们预计未来钢结构行业毛利率将稳中提升, 主要有三方面原因: 第一, 钢价走高空间小, 且企业为规避钢价波动已采取多种措施; 第二, 一方面, 随着技术授权业务发展, 高毛利率难以维持, 另一方面, EPC 业务推广将加大企业对下游企业话语权, 两种效应或将产生对冲; 第三, 两会中提出降低企业增值税, 由于钢材厂商相对分散, 企业对其议价能力较强, 但对业主议价较弱, 增值税降低后钢结构企业进项、销项税率差距较大, 因此钢结构企业的毛利变化与缴税变化弹性更大。随总承包模式的开展, 对业主议价能力加强, 或形成含税营业收入不变而成本下降的趋势, 毛利或因此提升。

### 期间费用率小幅增高, 技术授权业务及 EPC 业务或促进费用率降低

钢结构板块期间费用率为 10.20%, 同比上升 0.14 个百分点。总体来看, 开展技术授权业务及 EPC 业务公司费用率降低或增幅相对较小。值得注意的是, 在 2018 年经济不景气的状况下行业财务费用率同比下降 0.39 个百分点, 或因部分公司在 2017、2018 年完成定增。

### 应收账款增速大幅降低, 税改下经营现金流或继续好转

报告期内应收账款增速同比下降 4.7 个百分点; 付现比同比下降 8.96 个百分点, 收现比同比增加 1.16 个百分点, 叠加之下经营性现金流净流入 32.50 亿元, 相比 2017 年净流入 3.22 亿元大幅改善。考虑到融资环境或将继续保持宽松, 增值税减税推行, 企业所缴增值税将大幅降低, 缴税所需现金流出减少, 预计 2019 年全年经营性现金流将进一步改善。

### 投资建议

我们能够明显看到钢结构行业公司报表持续改善。受益于房地产投资增速持续上行, 钢结构装配式建筑推行, 钢结构板块景气度稳步提升; 钢价高企使毛利率有所降低, 但钢价上升空间较小, 毛利下行空间已不大, 有望企稳; 各公司积极探索并推进发展模式, 经营效率有望提升; 资产负债率较为稳定, 减税下现金净流入有望持续增加。目前行业内公司估值普遍较低, 钢结构政策加码将催化估值提升。综上, 我们维持对钢结构子行业的“强于大市”评级, 并维持对于精工钢构、鸿路钢构、东南网架等标的“买入”评级。

**风险提示:** 固定资产投资增速下滑加速, 政策推进不达预期

## 内容目录

1. 新签订单充沛，EPC 及技术加盟模式释放增量.....	4
2. 制造业投资强劲及政策加码带动 18 年营收提升，地产施工加快有望拉动今年增速.....	5
3. 毛利率小幅下滑，增值税减税有望改善盈利能力.....	7
4. 期间费用率小幅增高，技术授权业务及 EPC 业务或促进费用率降低.....	8
5. 积极探索发展模式，应对净利率降低.....	10
6. 应收账款增速大幅降低，税改下经营现金流或继续好转.....	12
7. 投资建议.....	14
8. 风险提示.....	14

## 图表目录

图 1：2017、2018 年部分公司产能统计（万吨）.....	4
图 2：2017、2018 钢结构板块及个股营收增速.....	5
图 3：2018Q1、2019Q1 钢结构板块及个股营收增速.....	5
图 3：钢结构板块 2018、2019Q1 个股营收占比.....	5
图 4：与传统钢结构业务密切关联的投资增速.....	6
图 6：2018-2019Q1 钢结构板块毛利率.....	7
图 7：2017、2018、2019Q1 钢结构板块个股毛利率.....	7
图 8：钢结构毛利率与钢价关系（左轴—元）.....	8
图 9：钢结构行业期间费用率.....	9
图 10：2017、2018、2019Q1 钢结构板块个股期间费用率.....	9
图 11：钢结构板块销售费用率.....	9
图 12：2017、2018、2019Q1 钢结构板块个股销售费用率.....	9
图 13：钢结构板块管理费用率.....	9
图 14：2017、2018 钢结构板块个股管理费用率（剔除研发费用）.....	9
图 15：钢结构板块财务费用率.....	10
图 16：2017、2018、2019Q1 钢结构板块个股财务费用率.....	10
图 17：2017、2018、2019Q1 个股钢结构板块研发费用率.....	10
图 20：钢结构板块资产减值损失/收入.....	10
图 21：2017、2018、2019Q1 钢结构板块个股减值损失/收入.....	10
图 20：钢结构板块净利率.....	错误!未定义书签。
图 21：2017、2018、2019Q1 钢结构板块净利率.....	错误!未定义书签。
图 22：钢结构板块归母净利润增速.....	12
图 23：2017、2018、2019Q1 钢结构板块个股归母净利润增速.....	12
图 24：钢结构板块资产负债率.....	12
图 25：2017、2018、2019Q1 钢结构板块个股资产负债率.....	12
图 26：钢结构板块应收账款周转率、存货周转率.....	12
图 27：钢结构板块付现比.....	13

图 28: 2017、2018、2019Q1 钢结构板块个股付现比.....	13
图 29: 钢结构板块收现比 .....	13
图 30: 2017、2018、2019Q1 钢结构板块个股收现比.....	13
图 31: 钢结构板块经营性现金流净额（百万） .....	14
图 32: 2017、2018、2019Q1 钢结构板块个股经营性现金流净额（百万） .....	14
表 1: 2018 部分公司新签合同情况（亿元） .....	4
表 2: 2016-2018 年专利授权情况统计 .....	4
表 3: 与装配式建筑及钢结构相关政策整理 .....	7

## 1. 新签订单充沛，EPC 及技术加盟模式释放增量

2018 年行业可比公司新签订单额 373.41 亿元，同比增长 26.3%，或因制造业固定资产投资回暖拉动。行业中 2018 年新签订单额增速超 30% 公司有两家，杭萧钢构以新签合同额增速 54.76% 位列第一；第二位鸿路钢构新签合同额增速 31.04%，业务规模提升较大；精工钢构 2019Q1 新签合同额 50.28 亿元，较去年同期增长 61.78%，增速较高。2018 年新签合同额与当年营收比分别为 1.32、1.50、1.44、1.42，较 2017 年分别下降 0.48、0.30、0.36、0.38 个百分点，系 2018 年营收增速较大，总体来说订单收入比继续保持在较为适中区间。

钢结构专业分包向总承包转型带来 EPC 业务增量。报告期内精工钢构通过向总承包转型，EPC 模式承接业务额达 14.83 亿元，同比增长 163%；鸿路钢构承建绿洲凤栖园保障项目钢结构产业化一、二标段等项目；杭萧钢构 2018 年签订全南工业园区标准厂房(三期)建设项目设计施工总承包(EPC)项目。新签订单充沛叠加 EPC 模式推广，保证钢结构板块 2018 高速增长，预计 2019 年继续保持增长态势。

表 1：2018 部分公司新签合同情况（亿元）

公司名称	2018 新签订单额	同比增速	2018 年营收同比	2019Q1 新签订单额	同比增速	2018 新签订单与营收比
杭萧钢构	81.87	54.76%	33.63%	19.55	-17.90%	1.32
鸿路钢构	118	31.04%	56.46%	34.65	-	1.50
富煌钢构	50.84	1.13%	25.55%	4.61	-2.25%	1.44
精工钢构	122.7	19.79%	32.11%	50.28	61.78%	1.42

资料来源：Wind，天风证券研究所

通过发布的合作协议公告，我们可以看到五家钢结构企业专利授权情况。杭萧钢构专利授权数量 2018 年有所减少但在历年均为同业之最，三年共 88 项。东南网架大幅增至 27 项；鸿路钢构三年内逐年增加，共授权 18 项，其余两家数量较少。2018 年 5 家公司专利授权较同期相比有所增加，其中杭萧钢构签订合作协议 23 个，同比减少 13 个，主因专利授权业务竞争日趋激烈等。随专利授权业务增长，业内企业竞争压力加大，未来专利授权业务定价或将降低。

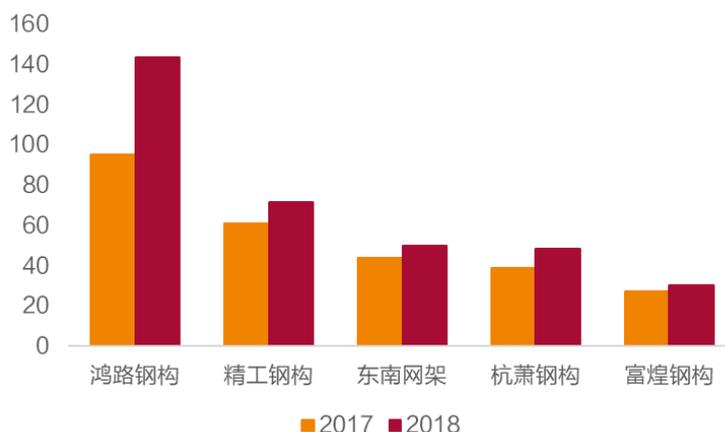
表 2：2016-2018 年专利授权情况统计

公司名称	2019 年至今专利授权	2018 年专利授权	2017 年专利授权	2016 年专利授权	合计
精工钢构	1	3	2	0	6
富煌钢构	0	0	1	0	1
东南网架	0	27	0	3	30
杭萧钢构	2	27	36	29	94
鸿路钢构	2	13	8	6	29

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

从产能角度来讲，2017 年我国钢结构完成产量超 6000 万吨，同比增长 10% 左右。行业内公司产能普遍扩张，鸿路钢构 2018 年完成产能 143.59 万吨，同增 50.82%，其在河南重庆等地方都有建厂框架协议，并且随订单增多根据公司以销定产策略，根据公司产能目标 2019 年产能预计将达到 220-250 万吨，同增 53%-74%。预计行业 2019 年产能将持续扩张。

图 1：2017、2018 年部分公司产能统计（万吨）



资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

## 2. 制造业投资强劲及政策加码带动 18 年营收提升, 地产施工加快有望拉动今年增速

2018 年钢构板块营收增速 30.63%，超 2017 年增速 9.57 个百分点，持续保持快速增长态势。个股方面，光正集团、鸿路钢构、森特股份、杭萧钢构、精工钢构 2018 年营收增速均超 30%。营收增速排名前三中，光正集团全面推进公司转型升级，钢结构业务努力向智能装配式建筑方向发展，并布局眼科医疗业务；鸿路钢构专注于钢结构的高端制造，报告期内新建生产基地产能及效益的逐步释放、钢结构装配式建筑总承包业务得到稳健的发展、收到的政府产业奖励资金较多；森特股份着力于建筑金属围护系统，受益于机场高铁站的持续快速增长。

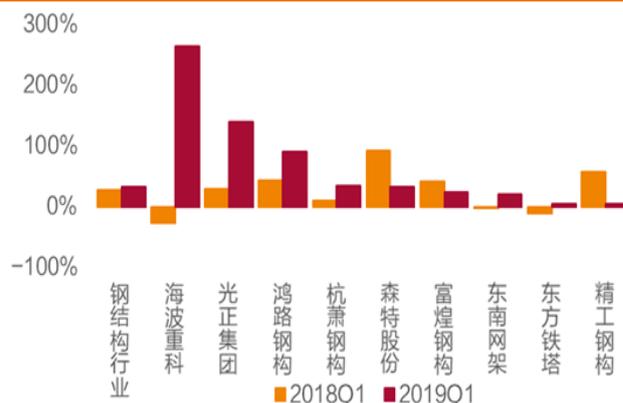
2019Q1 钢构板块营收增速 31.90%，同比增加 5.49 个百分点。海波重科同比增加 291.26 个百分点，主要系在手订单实施及产能扩大；鸿路钢构同比增加 48.26 个百分点，主要系本期销售增加所致；杭萧钢构同比增加 25.61 个百分点，主要系钢结构业务收入及房地产销售收入增加所致。

图 2：2017、2018 钢构板块及个股营收增速



资料来源: Wind, 天风证券研究所

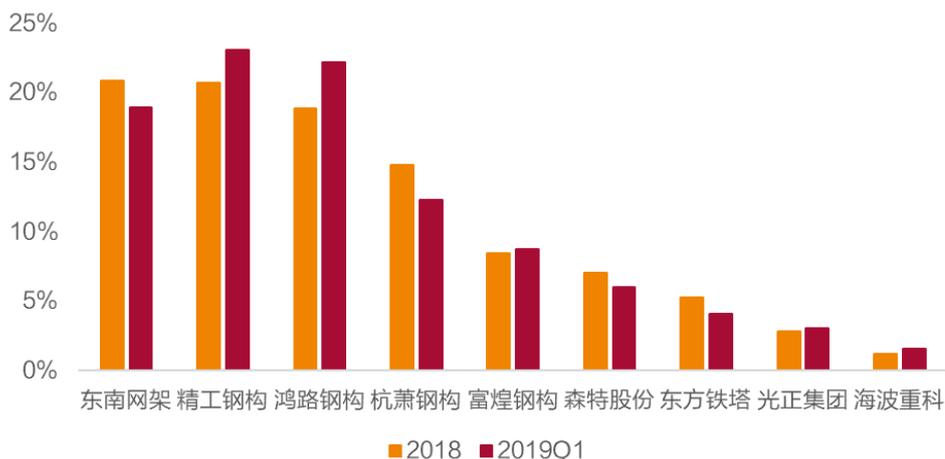
图 3：2018Q1、2019Q1 钢构板块及个股营收增速



资料来源: Wind, 天风证券研究所

营收占比方面，东南网架、精工钢构、鸿路钢构保持 2017 年前三名地位，分别为 20.84%、20.68%、18.87%。2019Q1 精工钢构营收占比提升 2.38 个百分点至 23.07%，位列行业第一。

图 4：钢构板块 2018、2019Q1 个股营收占比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

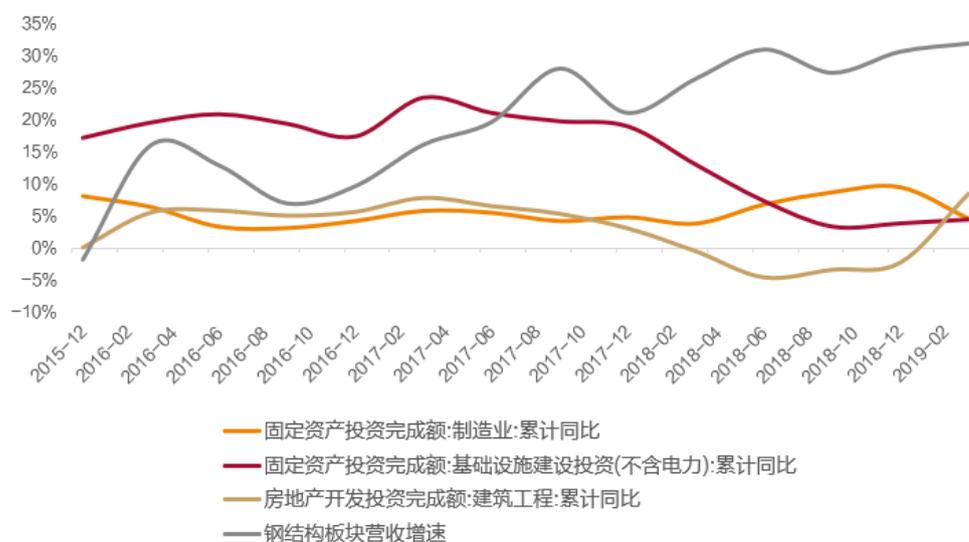
我们认为行业近期景气的原因主要有两点：制造业投资增速上行以及政策持续利好。

### 制造业投资增速上行，行业景气度持续

传统钢结构主要分为空间钢结构、重钢结构、轻钢结构。空间钢结构主要用于体育馆、机场航站楼、会展中心等公共设施建设，景气程度与基建投资完成额密切相关；重钢结构主要用于桥梁等设施建设；轻钢结构主要用于厂房、仓储等，与制造业固定资产投资完成额、建筑工程房地产投资完成额高度关联相关。2018年在去杠杆紧信用的宏观背景下，基建和房建投资增速下行，2018年制造业固定资产投资增速为12.90%，同比增长5.30个百分点，促进轻钢结构逐步放量。此外在“十三五”规划纲要中规划，至2020年末，全国铁路营业里程达到15万公里，桥梁钢结构、空间钢结构产能预计持续增长。

19Q1房地产投资同比增长11.8%，全国施工面积同比增长8.2%，推动投资超预期，预计建筑工程房地产投资将在2019年拉动行业增长。

图 5：与传统钢结构业务密切关联的投资增速



资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 政策利好钢结构，拉动未来市场增量

2018年2月1日《装配式建筑评价标准》以国家标准形式为装配式建筑划定了统一认定标准。部分地区基于PC预制结构安全性的担忧对预制PC监管政策进一步收紧。2019年3月住房和城乡建设部建筑市场监管司提出要开展钢结构装配式住宅建设试点，推动试点项目落地，在试点地区保障性住房、装配式住宅建设和农村危房改造、易地扶贫搬迁中，明

确一定比例的工程项目采用钢结构装配式建造方式，推动建立成熟的钢结构装配式住宅建设体系。随着政策加码，钢结构未来市场增量有望得到进一步提升，推动行业快速发展。

表 3：与装配式建筑及钢结构相关政策整理

发布时间	部门	政策标题	主要内容
2018.2	住建部	《装配式建筑评价标准》	规范装配式建筑评价，采用装配率评价装配化程度
2018.12	住建部	全国住房和城乡建设工作会议	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。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。持续深入开展建筑工程质量提升行动和建筑施工安全专项治理，切实提高工程质量，坚决遏制重特大安全生产事故。深化工程招投标制度改革，加快推行工程总承包，发展全过程工程咨询。扩大建筑产业工人队伍培育示范基地试点范围，推动建筑业劳务企业转型
2019.2	住建部	《关于支持民营建筑企业发展的通知》	提出开展建筑市场监管地方性法规、地方政府规章及规范性文件专项清理工作，推进统一建筑市场体系建设等措施
2019.2	建筑业协会	《中国建筑业协会 2019 年工作要点》	大力推广装配式建筑与工程总承包模式，积极推动绿色建造与智慧建造，加快装配式建筑技术团体标准编制工作
2019.3	住建部建筑市场监管司	《住房和城乡建设建筑市场监管司 2019 年工作要点》	提出开展钢结构装配式住宅建设试点。选择部分地区开展试点，明确试点工作目标、任务和保障措施，稳步推进试点工作。推动试点项目落地，在试点地区保障性住房、装配式住宅建设和农村危房改造、异地扶贫搬迁中，明确一定比例的工程项目采用钢结构装配式建造方式，跟踪试点项目推进情况

资料来源：住建部，天风证券研究所

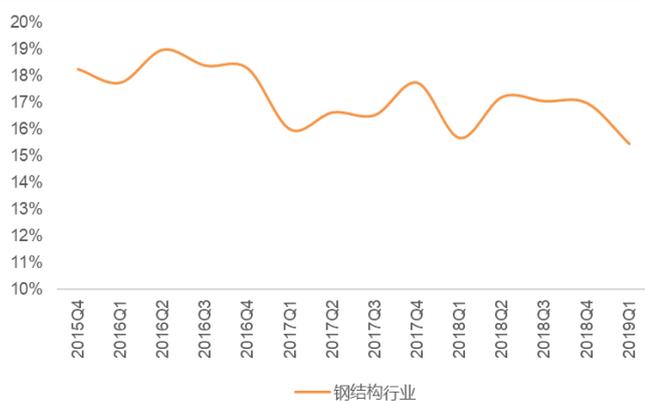
综合建筑工程房地产投资回暖将传导至行业叠加政策加码，我们预计 2019 年钢结构行业营收将持续保持高增速。

### 3. 毛利率小幅下滑，增值税减税有望改善盈利能力

钢结构板块 2018 毛利率为 16.98%，同比下降 0.76 个百分点；2019Q1 板块毛利率为 15.45%，同比小幅下降 0.22 个百分点。

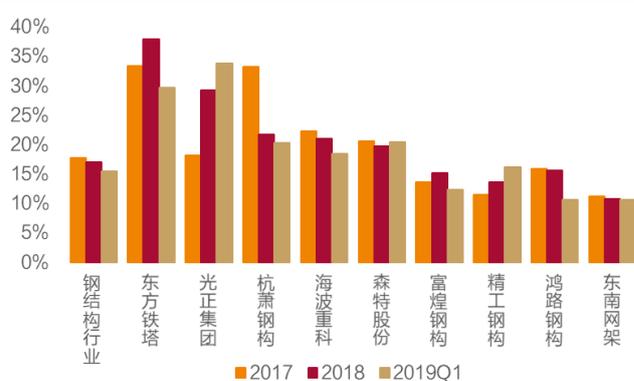
个股来看光正集团、东方铁塔、精工钢构、富煌钢构毛利率实现正增长，同比分别增加 11.11、4.55、2.15、1.51 个百分点。精工钢构或因直营 EPC 工程总承包和成套技术加盟合作两种模式的推广；富煌钢构或因钢结构业务毛利率上升；杭萧钢构同比减少 11.54 个百分点，或因高毛利率的专利授权业务较 2017 年减少 9 项。

图 6：2018-2019Q1 钢结构板块毛利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：2017、2018、2019Q1 钢结构板块个股毛利率



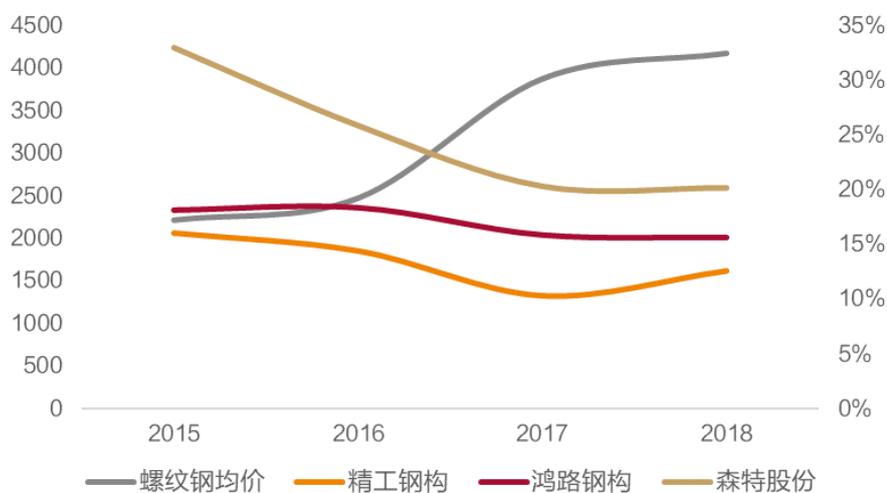
资料来源：Wind，天风证券研究所

从各公司钢结构主业分析，精工钢构为 12.64%，同比减少 0.44 个百分点；森特股份为 20.20%，

同比减少 0.15 个百分点。钢结构公司常用“毛利率=毛利/(钢材价格+人工费用+毛利)”作为定价机制，钢材价格走高使毛利率降低。经测算，钢结构业务毛利率与钢材价格呈现负相关关系，鸿路钢构、精工钢构、森特股份钢结构业务毛利率与钢价相关系数分别为：-0.98、-0.86、-0.92。2019Q1 钢价同减 2.96%，随着钢材产能进一步符合市场需求，钢价有望企稳，预计钢结构毛利率保持平稳。

行业内企业为规避钢价波动采取了多种措施。杭萧钢构加强原材料消耗定额管理，保持合理的库存，争取签订敞口合同并合理利用金融工具进行套期保值以及通过同上游钢铁企业的战略合作，采用集中采购等措施控制采购成本；鸿路钢构公司根据多年积累的经验以及与钢厂良好的关系，钢厂排单的统计分析、钢材成本组成分析以及运营规律，适时进行大宗采购；精工钢构在预期钢材价格将持续上涨时，积极争取工程价格可以调整的开口或半开口合同。

图 8：钢结构毛利率与钢价关系（左轴一元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

#### 增值税减税改善行业盈利能力

在今年的两会上，国务院总理李克强再次在政府工作报告中提出 实施更大规模的减税。普惠性减税与结构性减税并举，重点降低制造业和小微企业税收负担。钢结构行业降税包括钢结构制造销售、新型建材产品生产销售、智能立体车库生产销售、钢结构施工业务增值税由 16% 降至 13%，下降 3 个百分点，钢结构建筑及围护系统的设计业务维持 6% 税率不变。

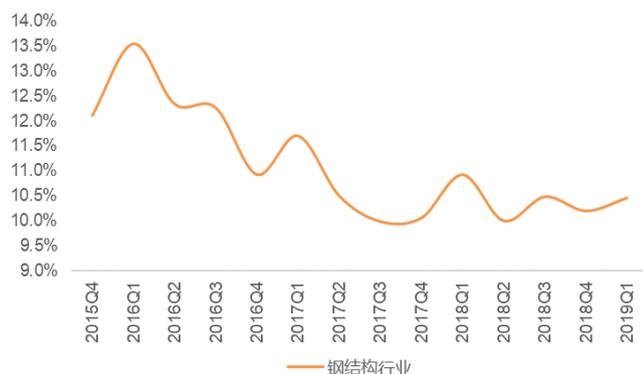
由于钢材厂商相对分散，行业内企业对其议价能力较强，但企业对产业链下游话语权较弱，增值税降低后钢结构企业进项、销项税率差距较大，因此钢结构企业的毛利变化与缴税变化弹性更大。随总承包模式的开展，对业主议价能力加强，或形成含税营业收入不变而成本下降的趋势，毛利会因此提升。钢结构行业可能会成为增值税率下调背景下建筑行业最为受益的子行业。

## 4. 期间费用率小幅增高，技术授权业务及 EPC 业务或促进费用率降低

2018 年钢结构板块期间费用率为 10.20%，同比上升 0.14 个百分点。

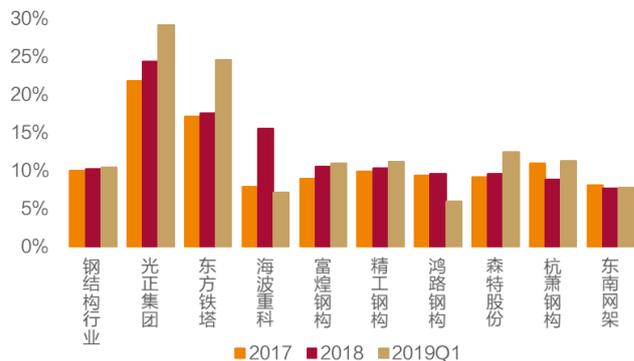
个股方面，杭萧钢构 2018 期间费用率为 8.84%，同比下降 2.13 个百分点；精工钢构期间费用率为 10.28%，同比小幅上升 0.34 个百分点。总体来看，开展技术授权业务及 EPC 业务公司费用率降低或增幅相对较小。

图 9：钢结构行业期间费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

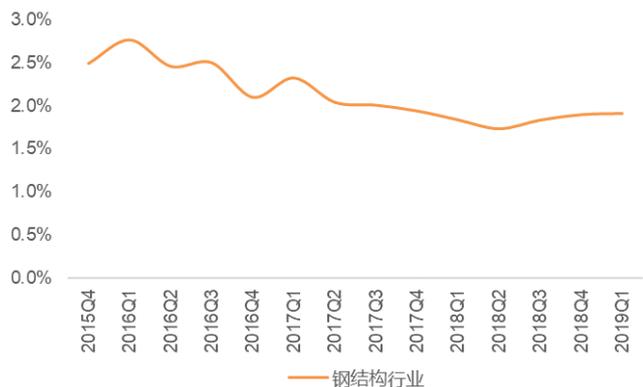
图 10：2017、2018、2019Q1 钢结构板块个股期间费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

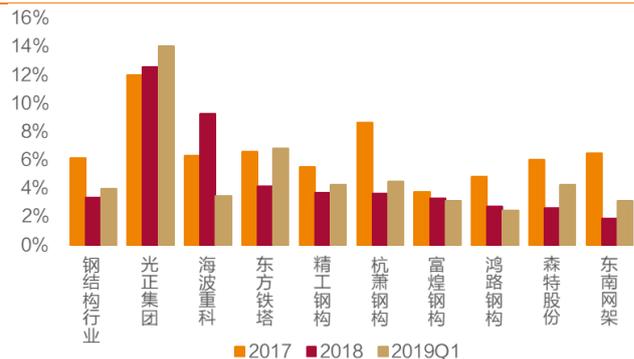
2018 钢结构板块销售费用率为 1.90%，与去年同期相比变化不明显。个股方面，精工钢构同比下降 0.84 个百分点，鸿路钢构同比下降 0.46 个百分点，杭萧钢构同比下降 0.24 个百分点。传统钢结构从专业分包到总承包转变，单体合同额快速增长从而使销售效率提升，未来几年销售费用率有望再度下降。

图 11：钢结构板块销售费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

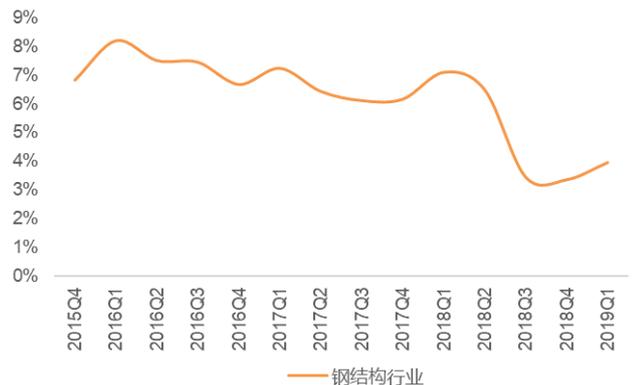
图 12：2017、2018、2019Q1 钢结构板块个股销售费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

2018 钢结构板块 2018 管理费用率为 3.36%，同比下降 2.80 个百分点。报告期内，管理费用大幅下降因研发费用单列。我们对 2017 年研发费用剔除进行同口径比较，剔除后 2018 年管理费用率较 2017 年同比上涨 0.56 个百分点。因管理费用刚性较大，预计未来管理费用会随公司营收增长缓慢下降。2019Q1 管理费用小幅上升 0.6 个百分点，或因管理层提取年终奖所致，不影响对于未来管理费用率下降的判断。

图 13：钢结构板块管理费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：2017、2018 钢结构板块个股管理费用率（剔除研发费用）



资料来源：Wind，天风证券研究所

资料来源：Wind，天风证券研究所

资料来源：Wind，天风证券研究所

### 2018 钢结构板块财务费用率 1.56%，同比下降 0.39 个百分点。

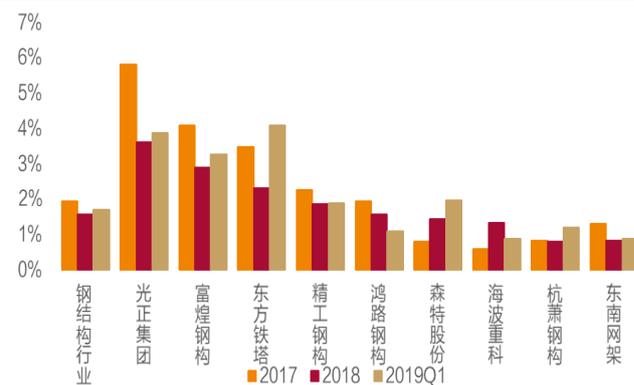
东南网架于 2017 年度完成定向增发，2018 年利息费用大幅下降；报告期内精工钢构完成定向增发 3 亿股，募集资金 9.57 亿元，减小融资压力，有效降低财务费用，鸿路钢构东南网架等企业或由于汇兑损失转收益降低财务费用。随社融回暖，融资成本降低以及国家《关于加强金融服务民营企业的若干意见》、《关于支持民营建筑企业发展的通知》等诸多支持民企发展政策出台，未来板块财务费用率有望进步下降。

图 15：钢结构板块财务费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

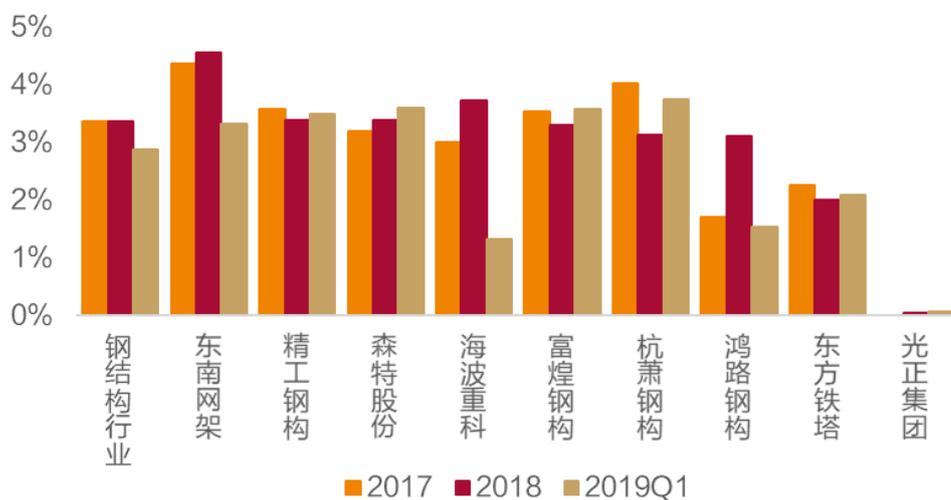
图 16：2017、2018、2019Q1 钢结构板块个股财务费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

2018 钢结构板块研发费用率 3.42%，同比小幅增加 0.02 个百分点。2019Q1 钢结构板块研发费用 2.88%。鸿路钢构 2018 年研发费用同比增加 1.40 个百分点，主要系重视技术研发和产品创新，注重研发投入。

图 17：2017、2018、2019Q1 个股钢结构板块研发费用率



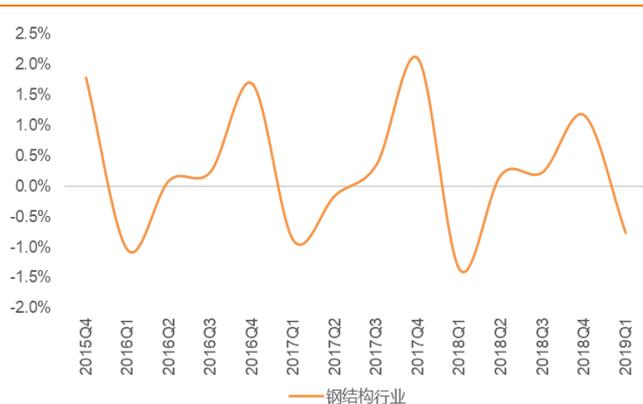
资料来源：Wind，天风证券研究所

## 5. 积极探索发展模式，应对净利率降低

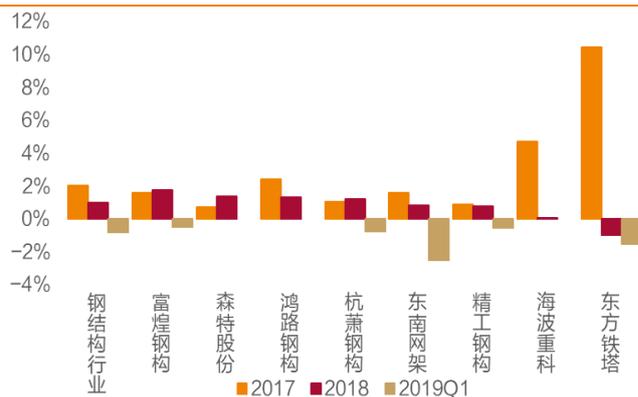
2018 年钢结构板块资产减值损失 1.17%，同比减少 0.93 个百分点，或因行业内企业加大回收项目回款力度，冲减坏账损失。2019Q1 板块资产减值损失为负。个股方面，东方铁塔大幅下降 11.40 个百分点，或因冲减坏账损失所致。由于新金融工具准则以预期信用损失为模型，随行业内企业信用提升，预计资产减值波动幅度会有所下降。

图 18：钢结构板块资产减值损失/收入

图 19：2017、2018、2019Q1 钢结构板块个股减值损失/收入



资料来源: Wind, 天风证券研究所



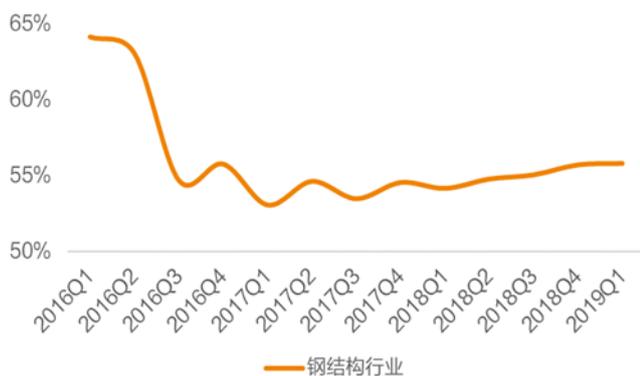
资料来源: Wind, 天风证券研究所

**2018 年钢结构板净利率 4.88%，同比下降 0.46 个百分点。提高话语权，探索适合的发展模式或促进净利率提升。** 钢结构行业净利率较低，主要原因在于产业链上话语权较弱。钢结构公司传统以专业分包商角色参与到项目建设中，利润、汇款均受限于总承包商；且业务多以设计深化，钢材加工为主，技术壁垒较低，压价中标现象严重。

2018 年钢结构公司持续探索适合国内环境的发展模式以提高经营效率。精工钢构与东南网架等部分钢结构企业正在向总承包商转型，通过搭建总承包管理框架，提升公司承接大项目能力，在产业链中加强话语权。鸿路钢构和富煌钢构等企业通过与政府加强合作，从政府财政基建支出增加与市政层面装配式建筑推广出发确保业绩增量。杭萧钢构等通过授权业务，收取一次性技术授权费和后续技术使用费，同时通过过入股合作方式设立区域性钢结构公司进一步获取投资收益，提升市场份额。

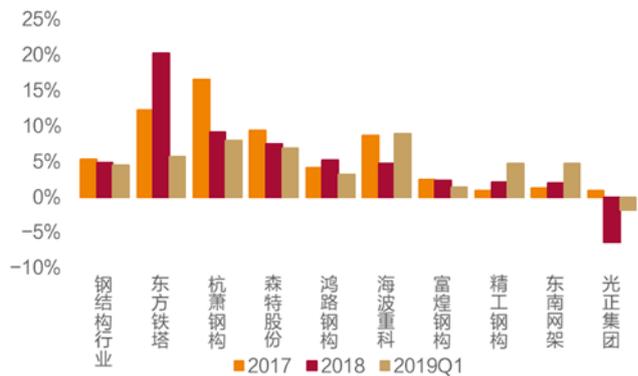
2019Q1 因经济回暖，装配式住宅推行等因素，钢结构板块净利率为 4.57%，同比增加 0.27 个百分点。随未来行业内公司话语权加强，净利率有望提升。个股方面，东方铁塔 2018 年净利率 20.32%，同比增加 8.05 个百分点，或因国家加大对电力建设的投资，电网常规招标规模有所调整，加上基建补短板等稳增长措施不断出台，以特高压为典型代表的新一轮电力建设投资力度已达历史最强。

图 20: 钢结构板块净利率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 21: 2017、2018、2019Q1 钢结构板块个股净利率



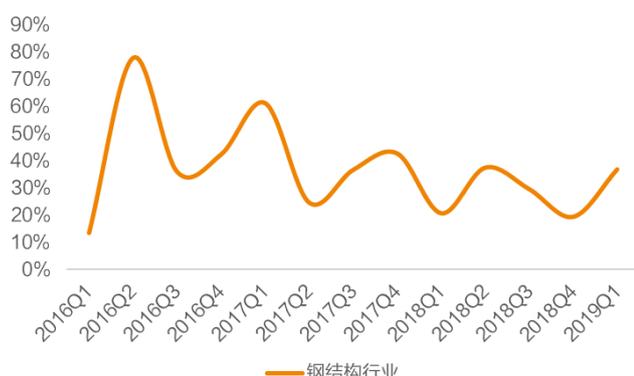
资料来源: Wind, 天风证券研究所

**2018 年钢结构板块归母净利润增速为 19.32%，同比下降 23.36 个百分点。**

下降原因或因光正集团 2018 年对能源板块部分企业形成的商誉及公司部分资产计提了减值准备，2018 年同比减少 1481.38%，拉低了板块净利润增速。杭萧钢构归母净利润增速为 -26.04%，或因营业成本同比大幅增加 109.12%。精工钢构 2018 年归母净利润增速为 192.98%，同比增加 236.38 个百分点；鸿路钢构归母净利润增速 98.58%，同比增加 54.84 个百分点。2019Q1 精工钢构增速为 319.59%，仍保持高速增长。海波重科 2019Q1 净利润增速 295.49%，由 2018 年度负增速转正。

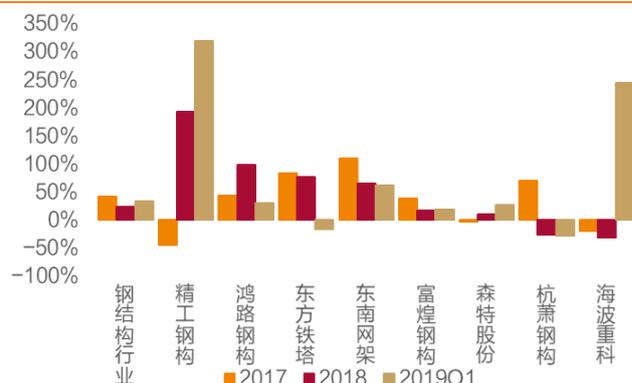
归母净利润增速波动较大且分化严重，或因规模体量有限以及净利率较低，使单个项目对公司经营情况产生较大扰动。随着行业集中度提升，公司体量规模逐渐增大扩张以及净利率的增长，利润增速变化或趋于平滑。

图 22：钢结构板块归母净利润增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 23：2017、2018、2019Q1 钢结构板块个股归母净利润增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 6. 应收账款增速大幅降低，税改下经营现金流或继续好转

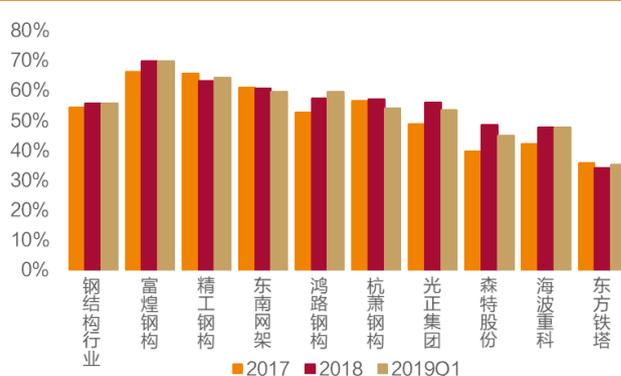
2018 年钢结构板块资产负债率为 55.74%，同比增加 1.33 个百分点。资产负债率增加或因 2018 年资金面紧张，公司垫资增多，且钢结构行业内企业在产业链端话语权较弱，受制于总承包商及材料供应商，承受较大的垫资压力。随钢结构企业由分包向总承包转变，情况或有改善。个股方面，精工钢构同比下降了 2.45 个百分点，或因 2018 上半年完成了定增，降低了资产负债率。随信贷逐渐回暖及融资模式发展，预计未来行业内公司资产负债率会逐渐下降。

图 24：钢结构板块资产负债率



资料来源：Wind，天风证券研究所

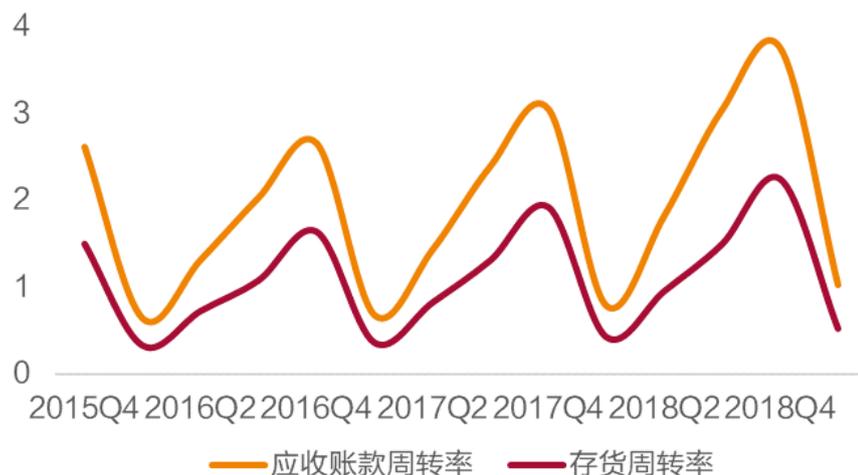
图 25：2017、2018、2019Q1 钢结构板块个股资产负债率



资料来源：Wind，天风证券研究所

2018 年钢结构板块应收账款周转率为 3.75，同比增长 70 个百分点；存货周转率 2.24，同比增长 32 个百分点；应收账款增速同比下降 4.7 个百分点。自 2018 年来存货周转率和应收账款周转率两者同呈走高趋势，应收账款周转率走高意味对下游企业付款期限缩短，此时存货仍维持高周转率表明钢结构市场回暖，未来发展景气。2019Q1 两指标有所下降，或因信贷环境逐渐宽松，行业内企业现金压力减小，故放宽应收账款期限。

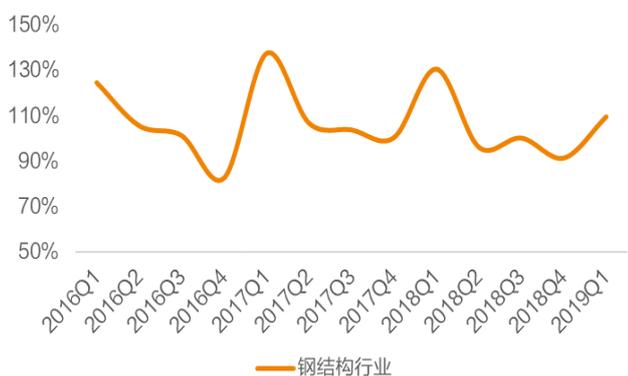
图 26：钢结构板块应收账款周转率、存货周转率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

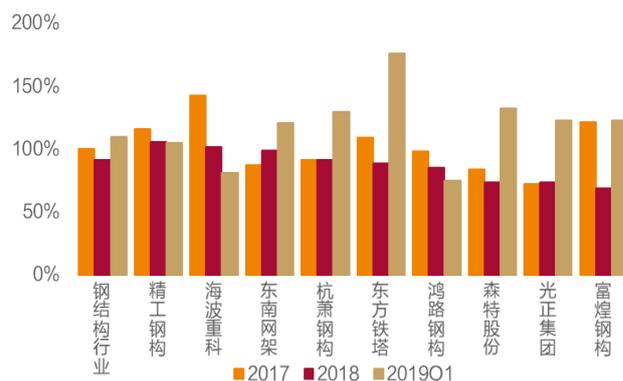
2018 年钢结构板块付现比为 0.91, 同比下降 8.96 个百分点。富煌钢构付现比快速下降 52 个百分点, 或因 2017 年同期付现比高达 121.02%, 远高于行业平均水平, 或由于公司考虑提前购买钢材降低钢价上涨风险。

图 27: 钢结构板块付现比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 28: 2017、2018、2019Q1 钢结构板块个股付现比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

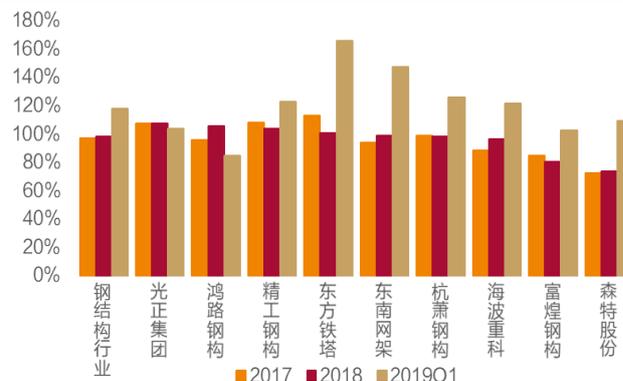
2018 年钢结构板块收现比为 0.98, 同比增加 1.16 个百分点。个股方面, 鸿路钢构 2018 收现比提升 9.96 个百分点, 东方铁塔 2019Q1 收现比 165.62, 较 2018 年整体增加 64.93 个百分点, 或因以前年度已确认收入项目大量回款所致。

图 29: 钢结构板块收现比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 30: 2017、2018、2019Q1 钢结构板块个股收现比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

2018 年钢结构板块经营性现金流净流入 32.50 亿元, 相比 2017 年净流入 3.22 亿元大幅

改善，或因鸿路钢构、富煌钢构经营性现金流有所好转所致。鸿路钢构经营活动产生的现金流量净额同比上年增加 727.72%，主要系本期营业收入和预收款增加以及用票据结算采购款增加所致。

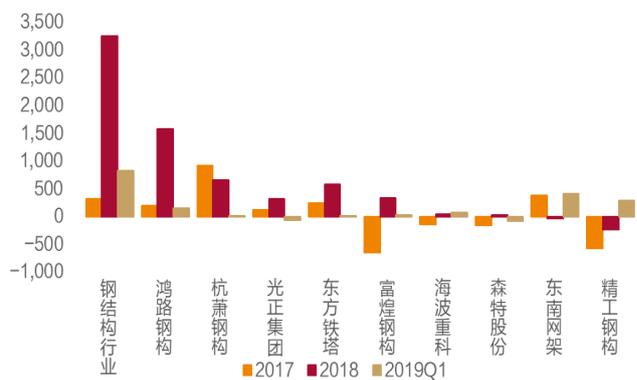
2019Q1 精工钢构经营性现金流由净流出转为净流入，考虑到融资环境或将继续保持宽松，增值税减税推行，企业所缴增值税将大幅降低，缴税所需现金流出减少，因此 2019 年全年经营性现金流将进一步改善。

图 31：钢结构板块经营性现金流净额（百万）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 32：2017、2018、2019Q1 钢结构板块个股经营性现金流净额（百万）



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 7. 投资建议

我们能够明显看到钢结构行业公司报表持续改善。受益于房地产投资增速持续上行，钢结构装配式建筑推行，钢结构板块景气度稳步提升；钢价高企使毛利率有所降低，但钢价上升空间较小，毛利下行空间已不大，有望企稳；各公司积极探索并推进发展模式，经营效率有望提升；资产负债率较为稳定，减税下现金净流入有望持续增加。目前行业内公司估值普遍较低，钢结构政策加码将催化估值提升。综上，我们维持对钢结构子行业的“强于大市”评级，并维持对于精工钢构、鸿路钢构、东南网架等标的“买入”评级。

## 8. 风险提示

固定资产投资增速下滑加速，政策推进不达预期

## 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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com