

# 自有产能扩张+物联网，钢构龙头新机遇

## 杭萧钢构(600477)

**▶赛道有望扩容+集中度提升，头部钢结构企业驶上发展快车道。** 2018年我国钢结构占粗钢产量比重7%，显著低于一般国家20%的水平，随着成本劣势缩小，民工红利消失以及房企周转率诉求提高，我们认为钢结构渗透率将逐步提升，未来赛道将显著扩容，其中住宅钢结构是我们最看好的子板块。此外，随着单体项目扩大，未来行业将逐渐形成EPC总包与规模化加工两种模式，提升行业门槛及集中度，头部钢结构企业有望驶上发展快车道。

**▶住宅及工程领域均实力雄厚，自有产能扩张，成本处于下降通道。** 公司是我国最早入选住宅产业化基地的钢结构企业，同时拥有总承包商一级资质，在住宅、重点工程钢结构领域的实力均十分强劲。2019年起，公司调整战略，过往的技术授权模式将逐渐放缓，逐渐转为自有产能扩张，规模效应有望逐渐体现，同时拟通过物联网及智能化生产技术进一步降低生产成本，未来生产、物流成本均有望逐步下降。

**▶万郡绿建提供增长新动能，与钢结构主业有望协同。** 2018年公司设立万郡绿建，打造建材交易服务平台，2020年前三季度累计签约合同15.65亿元，超2019年全年水平，实现快速增长。未来随着签约用户数量增长，万郡绿建平台规模效应有望逐渐体现，毛利率有望回升，从而成为利润新的增长点。同时，服务业务也有望通过渠道、客户共享，实现与钢结构业务的协同。

**▶投资建议。** 2020年由于资产处置公司非经常性损益较多，预计2020-2022年公司归母净利润7.74/7.40/9.17亿元，同比增长65.0%/-4.4%/23.9%。给予公司基于市盈率估值的目标价5.79元，首次覆盖给予“买入”评级。

### 风险提示

需求不及预期，成本高于预期，系统性风险。

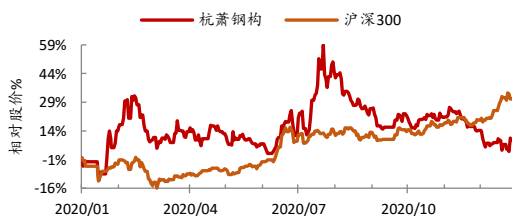
## 盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6184.37	6633.07	7360.63	9559.58	12452.84
YoY (%)	33.62%	7.26%	10.97%	29.87%	30.27%
归母净利润(百万元)	567.99	468.92	774.01	739.87	916.99
YoY (%)	-26.04%	-17.44%	65.06%	-4.41%	23.94%
毛利率 (%)	21.68%	17.78%	18.47%	18.82%	19.54%
每股收益(元)	0.26	0.22	0.36	0.34	0.43
ROE	17.54%	13.42%	19.01%	16.12%	17.53%
市盈率	14.37	17.41	10.55	11.03	8.90

资料来源: Wind, 华西证券研究所

### 评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	5.79
最新收盘价:	3.79
股票代码:	600477
52周最高价/最低价:	5.58/2.85
总市值(亿)	81.63
自由流通市值(亿)	81.62
自由流通股数(百万)	2,153.59



分析师: 戚舒扬

邮箱: qisy@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070002

联系电话: 0755-23948865

研究助理: 郝暉

邮箱: yuiliang@hx168.com.cn

## 正文目录

1. 杭萧钢构：钢结构领先企业.....	4
2. 政策加码，优势逐渐体现，钢结构赛道或扩容.....	6
2.1. 政策加码，打开成长空间.....	6
2.2. 材料成本劣势缩小，施工优势逐渐体现.....	8
2.3. 渗透率低，发展空间大.....	9
2.4. 住宅钢结构是我们最看好的子板块.....	11
3. 总包及规模化加工两条发展路径，推升行业集中度.....	12
3.1. 单个项目体量增大，总包与规模化加工成为行业趋势.....	12
3.2. 行业集中度预计提升.....	15
4. 杭萧钢构：自有产能扩张周期+智能化，住宅钢结构精品龙头发展或加速.....	16
4.1. 公司住宅钢结构起步早，技术领先行业，发展空间广阔.....	16
4.2. 放缓战略合作模式，开启自有产能扩张周期.....	17
4.3. 工业物联网推进，自动化生产+精细化分工带来竞争优势.....	20
4.4. 搭建万郡绿建 B2B 垂直平台，新业态提供新动能.....	22
5. 盈利预测及估值.....	25
6. 风险提示.....	27

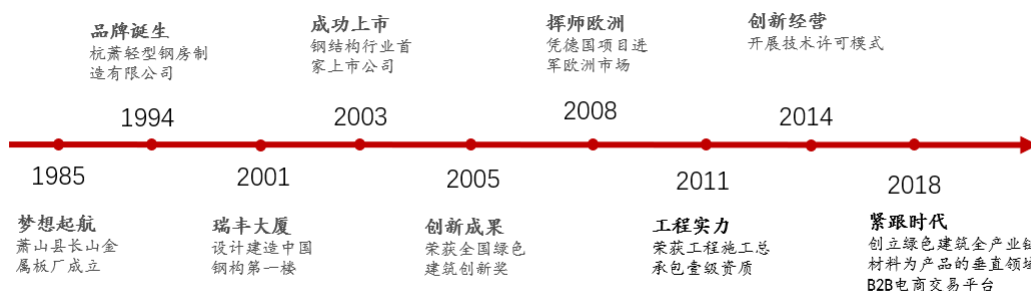
**图表目录**

图 1	公司发展历程	4
图 2	公司股权结构	4
图 3	公司近十年营业总收入及增速	5
图 4	公司近十年归母净利润及增速	5
图 5	公司分板块收入	5
图 6	我国钢结构产量	6
图 7	我国钢结构应用下游划分	6
图 8	水泥价格 2016 年以来猛烈上涨	8
图 9	混凝土成本划分	8
图 10	建筑业农民工人数出现下降	9
图 11	建筑业农民工月工资逐渐提升	9
图 12	我国钢结构占粗钢产量比重	9
图 13	我国钢结构占粗钢产量比重低于其余国家	9
图 14	新建装配式建筑面积及占比逐渐上升	10
图 15	我国装配式建筑渗透率仍然低于发达国家	10
图 16	上市企业前五大客户收入占比提升	13
图 17	杭萧钢构钢结构订单平均规模上升	13
图 18	总包模式下钢结构企业运作模式	14
图 19	钢结构成本划分（扣除外协、外包费用）	15
图 20	内蒙古包头万郡·大都城	16
图 21	钱江世纪城人才专用房	16
图 22	公司住宅钢结构订单	17
图 23	公司工程类钢结构订单金额	18
图 24	技术许可模式示意图	18
图 25	公司战略合作伙伴数量较多	19
图 26	公司产能地图	20
图 27	物联网钢结构应用场景	21
图 28	钢结构智能化生产场景	21
图 29	杭萧钢构加工环节成本拆分	22
图 30	万郡绿建业务模式	23
图 31	万郡易彩 APP 示意图	24
图 32	万郡绿建季度订单	25
图 33	公司服务业 2019 年毛利率下降较多	25
表 1	钢结构建筑与传统混凝土浇筑对比	6
表 2	十三五期间重点钢结构推广政策总结	7
表 3	重点省份钢结构试点方案	7
表 4	钢结构需求提升空间测算—粗钢产量渗透率口径	10
表 5	钢结构需求提升空间测算—国务院规划目标口径	11
表 6	我国住宅钢结构渗透率较低	11
表 7	住宅钢结构及 PC 预制件成本对比	12
表 8	我国近年来鼓励总承包模式政策总结	13
表 9	总包模式与传统建筑模式对比	14
表 10	目前我国钢结构行业集中度低，五家上市企业总份额仅 5%左右（单位：万吨）	16
表 11	杭州住宅钢结构空间情境测算	17
表 12	公司控股钢结构生产、制造加工基地	19
表 13	公司定增项目	20
表 14	杭萧钢构合资公司情况	22
表 15	万郡绿建新签合同金额&数量统计	23
表 16	万郡绿建盈利模式简介	24
表 17	公司盈利预测	26
表 18	可比公司估值	26

## 1. 杭萧钢构：钢结构领先企业

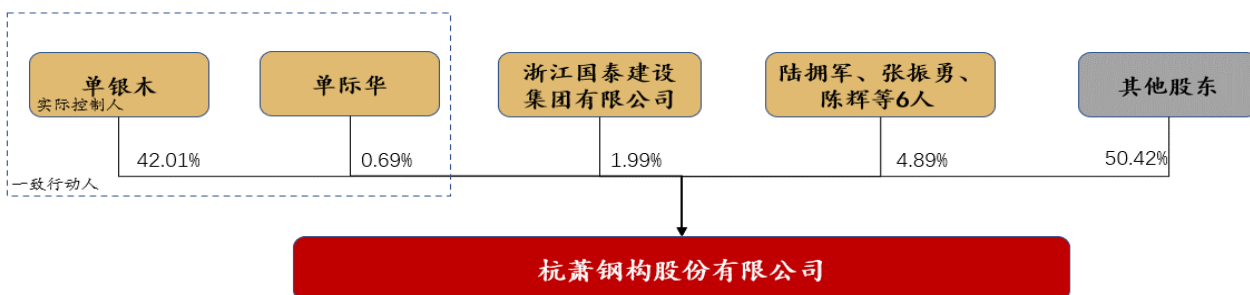
**钢结构领先企业：**公司成立于1985年，2003年成为钢结构行业首家上市公司，公司深耕钢结构行业30余载，目前已被列入住建部首批建筑钢结构定点企业和首批装配式建筑产业基地，并与多所院校建立了科研合作关系，产品被用于万郡大都城、钱江世纪城人才专项用房等大型工程。公司股权结构清晰且集中，截止到2020Q3，公司实控人单银木持有公司42%的股权，其余股东持股比例均未超过5%。

图1 公司发展历程



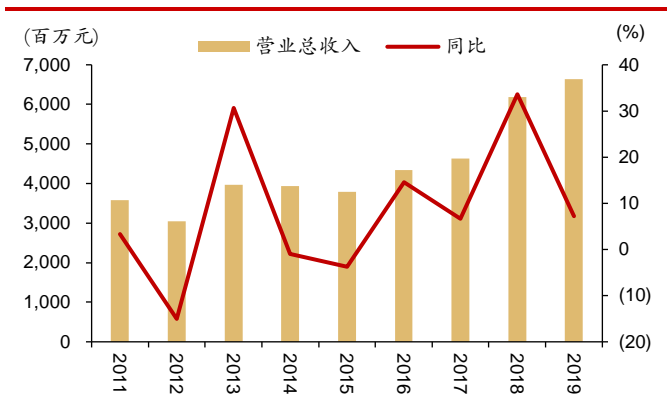
资料来源：公司官网，华西证券研究所

图2 公司股权结构



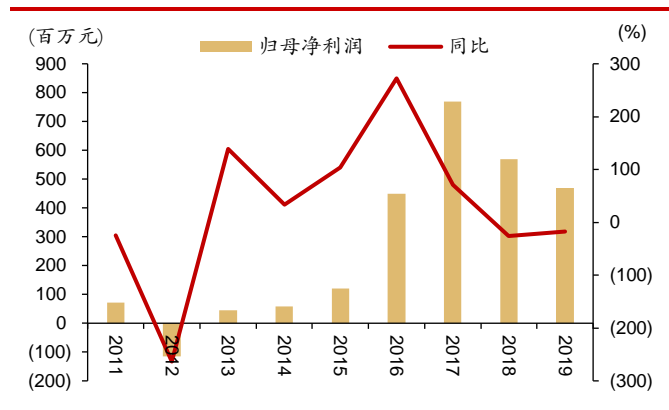
资料来源：公司年报，华西证券研究所

图3 公司近十年营业总收入及增速



资料来源: wind, 华西证券研究所

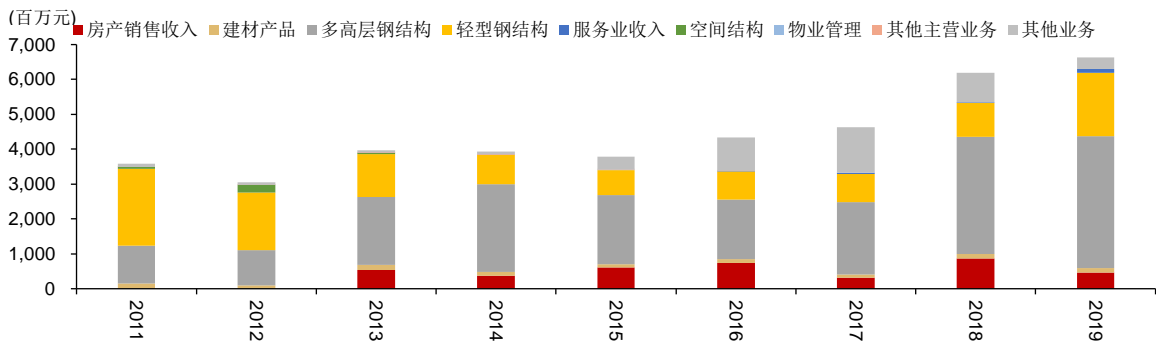
图4 公司近十年归母净利润及增速



资料来源: wind, 华西证券研究所

**钢结构+电商服务双轮驱动战略:** 公司 2019 年前, 主要业务包括钢结构、房地产销售及建材产品。2019 年, 公司钢结构收入 55.9 亿元, 占总收入 84%左右, 同时房地产业务收入同比下降 47%至 4.6 亿元, 主要原因是公司样板工程已基本达到示范作用目的, 公司逐渐开始剥离相关业务。同年, 公司设立电商服务类平台万郡绿建, 为绿色建筑产业生态圈内的供方企业提供宣传推广、销售服务和管理服务, 2019 年新签合同额达 14.4 亿元, 未来公司钢结构+服务双轮驱动的思路逐渐清晰。

图5 公司分板块收入



资料来源: wind, 华西证券研究所

**行业供需向好, 成本处于下降通道, 公司发展迎新周期:** 2019 年, 受 1) 万郡绿建前期投入增多, 费用率上升, 2) 非主营业务收入及毛利率下降影响, 公司业绩出现一定下滑。但我们认为, 目前钢结构行业供需格局向好, 未来行业在扩容的同时有望实现集中度的提升, 公司 EPC 与加工均衡发展, 未来两端有望相辅相成, 并且产能再次进入到扩张周期, 有望进一步巩固自身规模优势, 重新回到上升周期中; 同时, 公司 2020 年起积极推动工业物联网建设, 借助与战略合作伙伴的精细分工, 配合产能扩张及智能化生产, 公司有望实现产能利用率的提升以及成本下降, 进一步提升利润中枢。此外, 公司万郡绿建服务平台也有望成为公司成长新的一级, 为公司提供增长动能。因此, 我们认为, 2020 年或是公司新周期的拐点。

## 2. 政策加码，优势逐渐体现，钢结构赛道或扩容

钢结构是由型钢和板材制成，并采用硅烷化、纯锰磷化、镀锌等工艺进行防锈的建筑结构件，相较于传统混凝土浇筑，钢结构拥有重量轻、强度高、施工机械化程度高、环保可回收等优势。

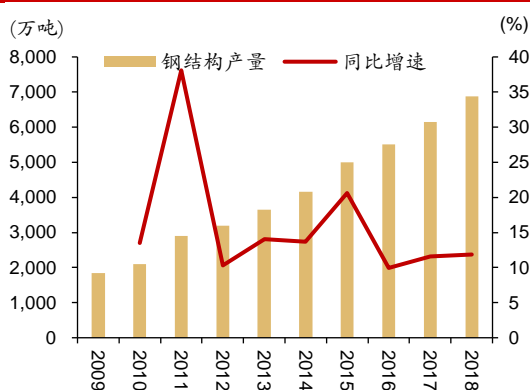
表 1 钢结构建筑与传统混凝土浇筑对比

	混凝土浇筑	装配式钢结构
材料	现场浇筑混凝土，无法再利用、废料多	工厂预制钢结构构件，废料少，废弃后可再利用
施工环境	噪声污染大，水资源、能源消耗大	预制构件运抵工地拼装，节约资源，现场污染少
工期（普通规模厂房）	8-12 个月	45 天-2 个月
性能	抗震能力弱；防腐防火性能较好	柔性结构，抗震能力强；防腐防火性能较混凝土弱

资料来源：中国钢结构网，远大住工招股书，华西证券研究所

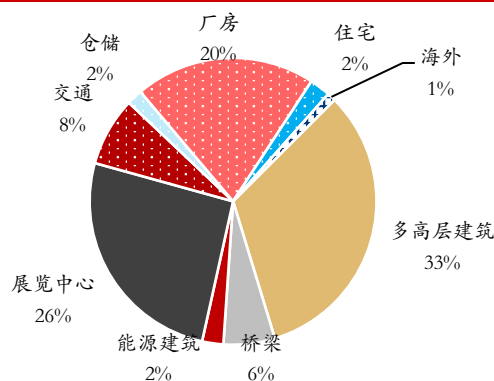
根据中国建筑金属结构协会数据，2018 年，我国钢结构产量 6874 万吨，行业产值 6736 亿元，占建筑行业总产值比例仅 2.87%。而我们认为随着政策加码和钢结构本身优势的逐渐体现，未来钢结构需求空间将进一步打开，赛道或迎来扩容。

图 6 我国钢结构产量



资料来源：中国建筑金属结构协会，华西证券研究所

图 7 我国钢结构应用下游划分



资料来源：中国建筑金属结构协会，华西证券研究所

### 2.1. 政策加码，打开成长空间

十三五以来，国家加大力度发展装配式建筑。2016 年 2 月，国务院提出力争用 10 年时间将装配式建筑占新建建筑比例提升至 30%，2017 年住建部进一步提出到力争 2020 年将这一比例达到 15%，而钢结构是装配式建筑发展重点。2019 年 3 月，住建部明确表示积极开展钢结构装配式住宅建设试点，同年 6 月，住建部发布《装配式钢结构住宅建筑技术标准》，对于产品设计、生产、安装、验收及维护进行了规范。我们认为随着住宅试点的开展及技术标准的推出，钢结构的应用有望被加速推广。



表 2 十三五期间重点钢结构推广政策总结

时间	部门	政策名称	政策内容
2016 年 2 月	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》	力争用 10 年左右时间，使装配式建筑占新建建筑比例达 30%。
2016 年 11 月	工信部	《钢铁工业调整升级规划 (2016-2020)》	加快钢结构建筑应用推广，目标由目前的 5000 万吨增加到 1 亿吨以上。
2017 年 3 月	住建部	《“十三五”装配式建筑行动方案》	到 2020 年，装配式建筑占新建建筑比例达到 15% 以上。
2019 年 3 月	住建部	《关于印发住房和城乡建设部建筑市场监管司 2019 年工作要点的通知》	推进钢结构装配式住宅试点。
2019 年 6 月	住建部	《装配式钢结构住宅建筑技术标准》	规范装配式钢结构住宅建筑全寿命的建筑设计。

资料来源：国务院、工信部、住建部、华西证券研究所

根据公开信息，2019 年住建部已先后同意批复了湖南、山东、河南、四川、江西、浙江、青海等 7 个省份开展钢结构装配式住宅建筑试点方案，稳步推进钢结构装配式建筑在保障性住房、易地扶贫搬迁、新农村建设等住宅中的应用。其中浙江省要求：1) 到 2020 年，全省累计建成钢结构装配式住宅 500 万平方米以上，占新建装配式住宅面积的比例力争达到 12% 以上，打造 10 个以上钢结构装配式住宅示范工程，其中试点地区累计建成钢结构装配式住宅 300 万平方米以上，2) 到 2022 年，全省累计建成钢结构装配式住宅 800 万平方米以上，其中农村钢结构装配式住宅 50 万平方米。

表 3 重点省份钢结构试点方案

湖南省	力争 2019-2021 年通过试点，初步建立切合湖南省实际的钢结构装配式住宅成熟的技术标准体系，培育 5 家以上大型钢结构装配式住宅工程总承包企业；完成 10 个以上钢结构装配式住宅试点示范项目。
山东省	到 2021 年，全省新建钢结构装配式住宅 300 万平方米以上，其中重点推广地区新建钢结构装配式住宅 200 万平方米以上。
河南省	到 2022 年，培育 5 家以上省级钢结构装配式产业基地和 2-3 家钢结构总承包资质企业，建成 10 项城镇钢结构装配式住宅示范工程，积极开展装配式农房试点，探索建设轻钢结构农房示范村 1-2 个。
四川省	到 2022 年，全省培育 6-8 家年产能 8-10 万吨钢结构骨干企业，培育 2-3 个钢结构产业重点实验室或工程技术研究中心；培育 10 家以上钢结构装配式住宅建设的新型墙材和装配式装修材料企业；新开工钢结构装配式住宅 500 万平方米以上。
江西省	到 2020 年底，全省培育 10 家以上年产值超 10 亿元钢结构骨干企业，开工建设 20 个以上钢结构装配式住宅示范工程，建设轻钢结构农房示范村不少于 5 个。 到 2022 年，全省新开工钢结构装配式住宅占新建住宅比例达到 10% 以上。
浙江省	到 2020 年，全省累计建成钢结构装配式住宅 500 万平方米以上，占新建装配式住宅面积的比例力争达到 12% 以上，打造 10 个以上钢结构装配式住宅示范工程，其中试点地区累计建成钢结构装配式住宅 300 万平方米以上。 到 2022 年，全省累计建成钢结构装配式住宅 800 万平方米以上，其中农村钢结构装配式住宅 50 万平方米。
青海省	到 2022 年，建成 3 项城镇钢结构装配式示范工程和 1-2 个轻钢结构农房示范村，为规模化推广应用树立标杆，积累经验。

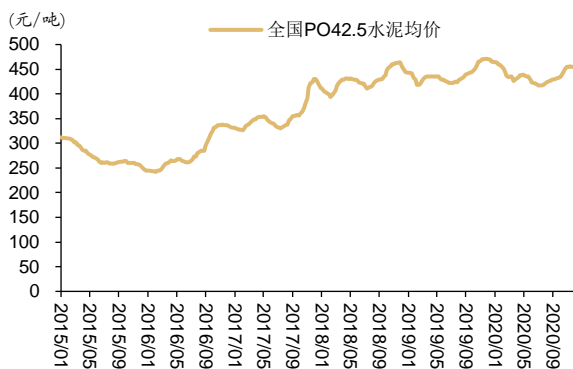
资料来源：住建部，华西证券研究所

## 2.2. 材料成本劣势缩小，施工优势逐渐体现

过往钢结构产品推广不力除缺乏相关政策支持外，还因为材料成本高于混凝土浇筑 30-50%左右，但我们认为相关劣势在缩小。

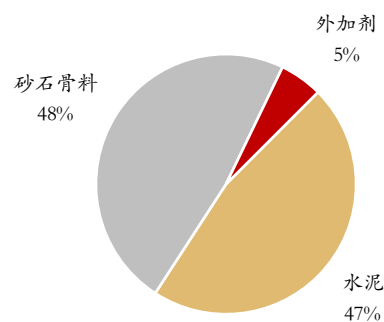
首先，近年来随着错峰生产执行以及矿山开采监管趋严，水泥与砂石成本上升，全国高标水泥价格由 2015 年底的 254 元/吨上升至目前的 450 元/吨，而砂石价格由 2015 年底的 20 元/吨上升至目前的 100 元/吨。按照一立方米混凝土使用 0.4 吨水泥及 1.6 吨砂石骨料估算，目前混凝土成本已比 2015 年底时上升 150%左右，高于型钢价格涨幅，二者成本差距缩小。由于矿山资源收紧，我们判断未来水泥、混凝土成本中枢将逐渐提高，而钢结构成本或随生产企业规模化而继续降低，二者材料成本差距有望进一步缩小。

图 8 水泥价格 2016 年以来猛烈上涨



资料来源：数字水泥，华西证券研究所

图 9 混凝土成本划分

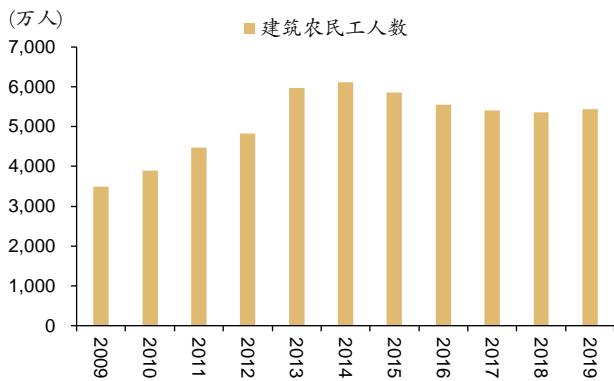


资料来源：数字水泥，中国水泥网，华西证券研究所

其次，我们认为钢结构在施工中的成本优势将逐渐体现。根据 Wind 数据测算，2019 年底我国建筑业农民工人数 5437 万人，相比于 2014 年的高峰减少 11%，而建筑业农民工月均工资则由 2014 年的 3292 元上升至 2019 年的 4567 元。在建筑业民工数量减少，工资提升背景下，我们认为钢结构机械化施工的优势将逐渐体现，从而使得施工方综合成本减少。同时，钢结构施工周期更短，也更加适合目前房地产企业高周转的趋势，未来在住宅地产中的渗透率也有望进一步提升。

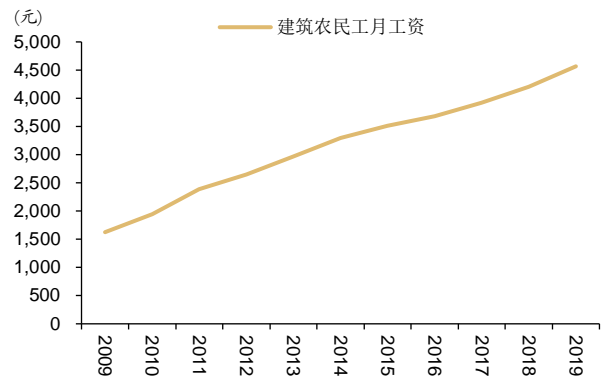


图 10 建筑业农民工人数出现下降



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 11 建筑业农民工月工资逐渐提升



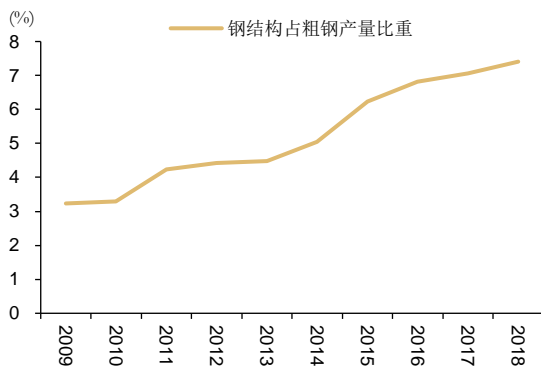
资料来源: Wind, 华西证券研究所

### 2.3. 渗透率低，发展空间大

目前我国钢结构渗透率仍然较低，随着政策加码及本身优势逐渐体现，未来行业扩容空间较大，具体包括：

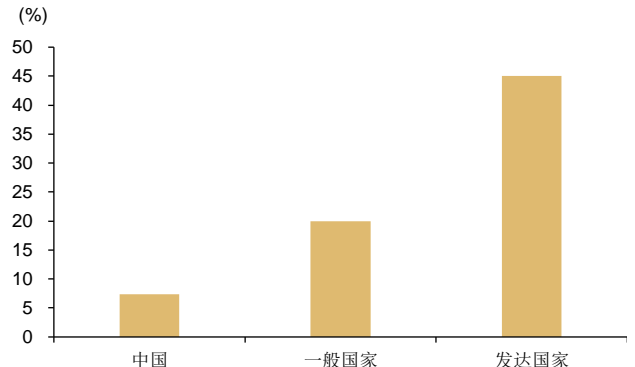
- 1) 按照 2018 年我国 9.3 亿吨粗钢产量来算，钢结构占粗钢产量比重仅 7.4% 左右，与一般国家的 20% 与欧美国家的 50% 差距较大。

图 12 我国钢结构占粗钢产量比重



资料来源: 中国建筑金属结构协会, 统计局, 华西证券研究所

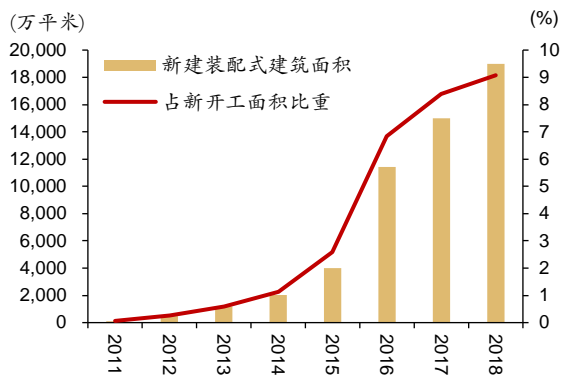
图 13 我国钢结构占粗钢产量比重低于其余国家



资料来源: 中国建筑金属结构协会, 统计局, 华西证券研究所

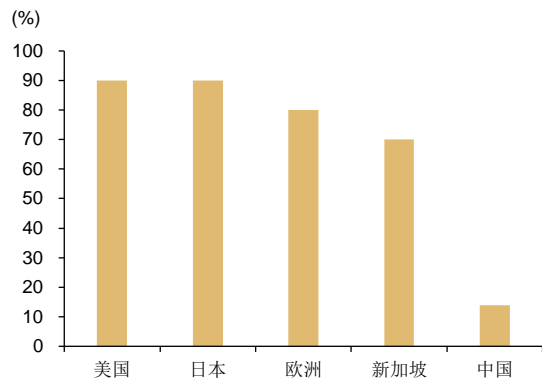
- 2) 2018 年，我国新建装配式建筑面积 1.9 亿平方米，占新开工面积 9.1%（判断住建部规划以此为口径），此外根据前瞻数据，截止到 2018 年装配式建筑渗透率 14%，与欧美国家的 70-90% 差距较大。

图 14 新建装配式建筑面积及占比逐渐上升



资料来源：各公司年报，前瞻，华西证券研究所

图 15 我国装配式建筑渗透率仍然低于发达国家



资料来源：前瞻，华西证券研究所

3) 目前钢结构行业产值占建筑业总产值 2.87%，远低于发达国家。

我们假设到 2025 年，我国粗钢产量调整至 8 亿吨左右，而钢结构占粗钢产量比重上升至与一般国家类似的 20%，则钢结构产量将达到 1.6 亿吨，相比 2018 年提升 133%左右，对应未来 7 年年复合增速 12.8%，提升空间巨大。

表 4 钢结构需求提升空间测算—粗钢产量渗透率口径

2025 年粗钢产量 (万吨)	80,000
钢结构占比 (%)	20
<b>2025 年钢结构产量 (万吨)</b>	<b>16,000</b>
2018 年钢结构产量 (万吨)	6,874
<b>提升幅度 (%)</b>	<b>133</b>

资料来源：统计局，中国建筑金属结构协会，华西证券研究所

如果按照国务院规划目标，假设到 2025 年，我国地产新开工面积稳定在 20 亿平方米（2018:22.72 亿平方米）左右，装配式建筑占比达到国务院规划的 30%，其中钢结构装配式建筑占全部装配式建筑的 60%，每平方米建筑使用钢结构 0.37 吨，则 2025 年钢结构需求量 1.33 亿吨，相比 2018 年增长 94%，对应未来 7 年年复合增速 9.9%，同样能够保持较高速度增长。而在火神山、雷神山医院示范作用下，2020 年或是钢结构需求增速提升换挡的元年。

表 5 钢结构需求提升空间测算—国务院规划目标口径

2025 新开工面积 (万平方米)	200,000
装配式建筑占比 (%)	30
钢结构占装配式建筑比例 (%)	60
每平方米建筑需用钢结构件量 (吨)	0.37
2025 年钢结构产量 (万吨)	13,320
2018 年钢结构产量 (万吨)	6,874
提升幅度 (%)	94

资料来源：统计局，中国建筑金属结构协会，华西证券研究所

## 2.4. 住宅钢结构是我们最看好的子板块

**钢结构在住宅中渗透率不及 5%，“十四五”发展空间广阔：**根据中国建筑金属结构协会数据，目前我国仅 2% 的钢结构用于住宅项目，而 2018 年，我国 20 个装配式建筑示范城市新建建筑面积 9.6 亿平方米，其中钢结构住宅面积 275 万平方米（不完全统计），按照城镇住宅面积占总新建面积 1/3 估算，2018 示范城市样本项目中，钢结构住宅在住宅中的整体渗透率仅 0.86%，判断全统计口径下目前渗透率也不超过 5%，相较于发达国家的 50% 以上的渗透率差距明显，未来发展空间十分广阔。

表 6 我国住宅钢结构渗透率较低

年度	新建建筑面积 (万平方米)	其中：钢结构建筑		钢结构住宅	
		面积 (万平方米)	占比%	面积 (万平方米)	占比%
2017	82033.94	1932.06	2.3	160.94	0.2
2018	96476.87	2108.84	2.2	275.04	0.3

资料来源：2019 年中国钢结构建筑行业报告，华西证券研究所

**房企周转率诉求提升，综合成本下行，住宅钢结构发展或迎加速拐点：**我们认为目前制约钢结构在住宅中应用的痛点主要有二：

1) 成本而言，钢结构目前仍然高于 PC 预制构件 10-20% 左右，因此如果仅出于单纯满足装配化率要求，地产企业有时会在门窗等安装相对简单的部位采用 PC 预制件，而非钢结构；

2) 由于过往钢结构工程往往采用分包模式，管理效率有限，因此钢结构节省工期的优势往往无法充分体现。未来随着总包模式普及（后文详细论述），以及行业集中度提升，头部企业规模效应显现（后文详细论述），钢结构成本有望下降，节省工期的特点也有望更加充分的显现。在三道红线出台，房企对于品牌、成本及周转率诉求提升背景下，住宅钢结构有望迎来加速发展的拐点。

表 7 住宅钢结构及 PC 预制件成本对比

建安费用明细 (元/平方米)	装配式混凝土高层住宅			钢结构
	20	40	60	
PC 率 (%)				
人工费	345.6	307.2	268.8	192.58
材料费	1262.4	1456.8	1651.2	1699.2
机械费	58.4	54.5	50.6	153.4
组织措施费	45.12	40.39	35.67	66.08
企业管理费	48.34	43.28	38.22	70.8
规费	40.28	36.06	31.85	59
利润	30.2	28.05	23.25	37.52
税金	65.47	70.33	75.1	81.42
合计	1895.81	2036.62	2174.68	2360

资料来源：《装配式建筑工程消耗量定额》，华西证券研究所

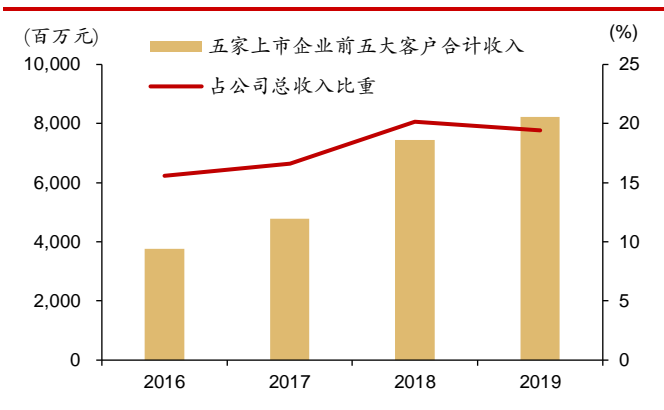
### 3. 总包及规模化加工两条发展路径，推升行业集中度

目前我国钢结构行业较为分散。根据协会统计，目前钢结构企业超过 10000 家，其中规模以上 3000 余家，但年产量超过 30 万吨企业仅 12 家，行业大部分企业年产量均在 1 万吨以下。而根据上市公司年报数据测算，2018 年，五家上市钢结构企业合计市场份额 5.0%。结合中铁工业披露数据（2018 年产能 86 万吨，产量 102.6 万吨），判断目前央企建筑企业旗下钢结构公司体量与鸿路钢构相似，估算行业 CR10 在 15%左右，相比于美国（CR3:51%）差距明显。我们认为未来行业将形成 1) EPC 总承包与 2) 规模化加工两条发展路径，行业集中度也将提升。

#### 3.1. 单个项目体量增大，总包与规模化加工成为行业趋势

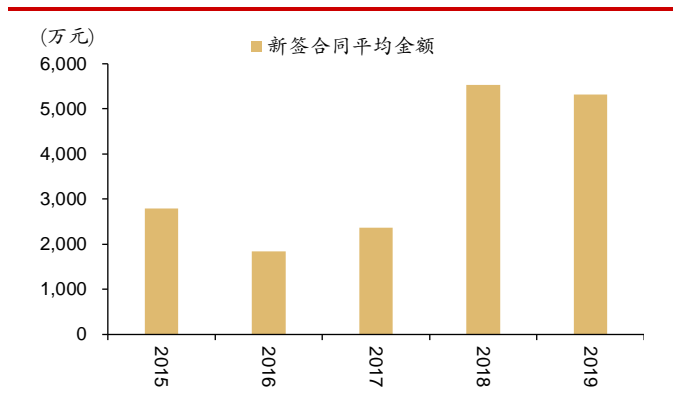
近年来，建设项目单体个数逐渐增大。根据我们统计，2016-2018 年，五家上市钢结构企业前五大客户合计收入由 37.7 亿元提升至 82.23 亿元，占营收比重由 15.6% 上升至 19.4%；同时以公司为例，2015-2019 年，公司新签合同平均金额由 2800 万元左右上升至 5300 万元左右，体现大客户、大项目占钢结构企业收入比重逐渐上升。

图 16 上市企业前五大客户收入占比提升



资料来源: Wind, 各公司年报, 华西证券研究所

图 17 杭萧钢构钢结构订单平均规模上升



资料来源: 公司年报, 华西证券研究所

单体项目规模扩大对钢结构企业的设计、加工能力提出了更高的要求，而住建部也于 2016 年发布《住房城乡建设部关于进一步推进工程总承包发展的若干意见》，提出建设单位在推进项目时应优先采用总包模式。钢结构及装配式建筑强调一体化设计与施工，天然更适合总承包模式。而钢结构建筑主要包括设计、制造、安装三个流程，总包单位在进行钢结构项目建设时，可以将部分钢结构制作订单分包给优质钢结构制造企业，因此我们认为 1) 总包模式 2) 规模化加工企业将是行业未来的两个主要发展方向。

表 8 我国近年来鼓励总承包模式政策总结

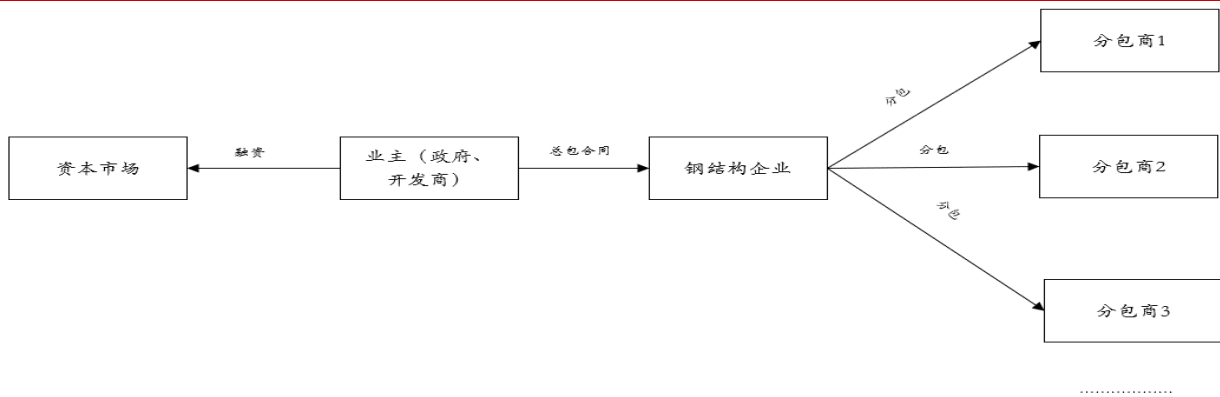
时间	政策	内容
2016 年 5 月	《住房城乡建设部关于进一步推进工程总承包发展的若干意见》	明确建设单位在选择建设项目实施方式时，应优先采用总承包模式。
2017 年 2 月	《国务院办公厅关于促进建筑业持续健康发展的意见》	明确装配式建筑原则上采取总承包方式
2019 年 12 月	《房屋建筑和市政基础设施工程总承包管理办法》	明确总承包模式仅认可 EPC 和 DB 两周模式，提高资质要求。

资料来源: 住建部、国务院, 华西证券研究所

我们认为向总承包模式将从两点提高钢结构企业的竞争力:

- 1) **项目体量更大，订单、收入规模提升。**在以往分包模式下，钢结构生产企业往往只能中标某个项目的部分标段，项目单体规模较为有限。以重点钢结构企业为例，在分包模式下其单体项目规模往往不超过 3 亿元，而在总包模式下，钢结构企业项目单体规模往往能够达到 10 亿元级别。

图 18 总包模式下钢结构企业运作模式



资料来源：公司年报，华西证券研究所

2) **工程整体效率有望提升，企业盈利有望增强。**相比于分包模式，总包模式由于设计、施工一体化，更加利于通过简化管理，实现节约工期及成本管控，从而提升工程整体效率，降低钢结构企业非经营成本。此外，由于明确工程质量由总包方负责，总包模式下各方权责也较为清晰，有利于降低项目风险。同时，钢结构企业可以将能够规模化生产、利润较高的部分留给自己，而分包出去的部分通常也有一定管理费收益，因此钢结构企业盈利能力有望增强。

表 9 总包模式与传统建筑模式对比

	总包	传统建造模式
发包	一次招标	多次招标
造价	总价可控	单项核算，相对不可控
效率	高效组织，效率高	协调难、效率低
责任	主体责任明确	责任不清晰

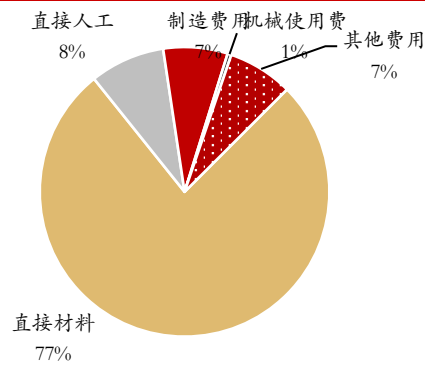
资料来源：住建部，华西证券研究所

同时，我们认为规模化加工属于利润良好，先发者壁垒高的经营模式：

1) **加工环节毛利率较好。**以代表企业鸿路钢构为例，2019 年鸿路钢构吨售价 4611 元，吨成本 4081 元，吨毛利 530 元，毛利率 11.5%，因此市场普遍认为钢结构加工盈利水平较低。但钢结构产品成本中的原料成本可以通过售价转嫁，钢结构企业实际挣的是加工费用和加工成本的差价。如果将 2019 年数据按照 1) 原材料成本占总成本 75%，2) 售价中包含的材料价格高于材料成本 5%估算，则钢结构加工环节毛利率 27%左右，利润率较高。



图 19 钢结构成本划分（扣除外协、外包费用）



资料来源：杭萧钢构年报，华西证券研究所

- 2) **重资产属性，先行者壁垒较高。**根据鸿路钢构招股说明书披露数据，上市公司累计投入 8.27 亿元，扩大钢结构产能 41 万吨，据此测算对应吨钢结构产能投入 2000-2500 元/吨。进一步按照吨钢结构不含税售价 4500 元/吨计算及 5%净利率估算，则 1 元投入每年带来 2 元收入，0.1 元净利润，静态回本周期 10 年左右，属于重资产行业。因此，钢结构专业化加工进入壁垒较高，护城河较广，先行者一旦形成规模优势，竞争对手很难模仿超越。

### 3.2. 行业集中度预计提升

2019 年，发改委和住建部共同发布《房屋建筑和市政基础设施项目工程总承包管理办法》，明确总承包只认可 EPC 及 DB 两种模式，并提高总承包企业资质要求，龙头企业凭借技术和规模优势在承接大项目方面拥有更强的竞争力，而另一条路径规模化加工本身也对加工企业本身产能规模、焊接技术、图纸设计提出更高要求，后来者很难赶超。因此我们认为，无论头部企业采用上述哪种发展路径，过往主要凭借低价抢占低端市场的中小企业将面临订单数量及成本的双重压力，生存空间将被压缩，行业市场份额将逐渐向头部企业集中。2018 年，我国钢结构五家上市企业合计市场份额仅 5.0%，结合中铁工业披露数据，估算行业 CR10 在 15%左右与美国（CR3:51%）差距明显，集中度提升空间较大。

表 10 目前我国钢结构行业集中度低，五家上市企业总份额仅 5%左右（单位：万吨）

	2014	2015	2016	2017	2018
精工钢构	57.0	57.3	56.7	52.0	71.6
杭萧钢构	43.0	37.4	38.8	38.5	48.5
鸿路钢构	50.0	58.3	70.2	95.2	143.6
东南网架	41.5	44.2	44.0	43.9	49.8
富煌钢构	19.1	17.3	19.6	27.3	30.2
<b>五家上市企业合计</b>	<b>210.6</b>	<b>214.5</b>	<b>229.3</b>	<b>256.9</b>	<b>343.6</b>
钢结构总产量	4,150	5,007	5,505	6,145	6,874
<b>五家上市企业合计市场份额</b>	<b>5.1%</b>	<b>4.3%</b>	<b>4.2%</b>	<b>4.2%</b>	<b>5.0%</b>

资料来源：各公司年报，中国建筑金属结构协会，华西证券研究所

## 4. 杭萧钢构：自有产能扩张周期+智能化，住宅钢结构精品龙头发展或加速

### 4.1. 公司住宅钢结构起步早，技术领先行业，发展空间广阔

作为钢结构行业最早上市的公司，公司在住宅钢结构领域起步较早，研发投入较大，拥有钢管混凝土束组合剪力墙结构等代表产品，2010 年即成为首批国家住宅产业基地企业之一（共 21 家，也是当时唯一入选的钢结构企业），2011 年中标钱江世纪城人才专用房，2016 年参与打造当时全国规模最大的钢结构住宅示范项目—内蒙古包头万郡，在业内积累了良好的口碑。

图 20 内蒙古包头万郡·大都城



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 21 钱江世纪城人才专用房



资料来源：公司官网，华西证券研究所

借助技术优势，公司住宅钢结构发展空间广阔：如前文所述，目前钢结构在住宅中的渗透率不及 5%，远低于发达国家 50% 以上的水平。以杭州为例，按照

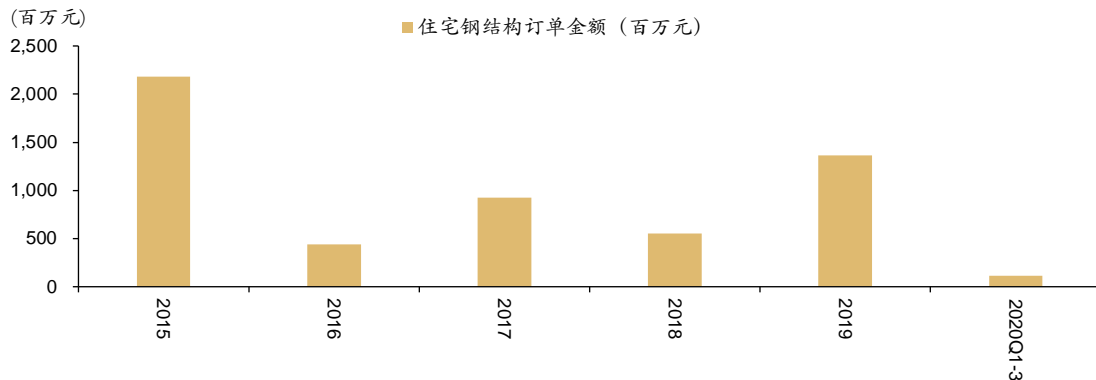
1) 每年 2000 万平米开工面积（2020 年前 11 月：1895 万平米）；

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

- 2) 钢结构在杭州整体 25%渗透率;
- 3) 每平方米用钢量 40 公斤;

在以上假设下，结论是仅杭州一市，未来住宅钢结构需求有望达 20 万吨/年，对应 16 亿元市场空间；假设公司杭州住宅市占率 30%，那么仅杭州一市每年住宅钢结构就可以给公司带来 4.5-5 亿元订单；而 2020 年 1-9 月，公司钢结构住宅订单仅 1.1 亿元，我们认为十四五时期住宅钢结构有望从示范工程逐步变成重要发展方向，公司作为住宅钢结构龙头，空间较为广阔。

图 22 公司住宅钢结构订单



资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 11 杭州住宅钢结构空间情境测算

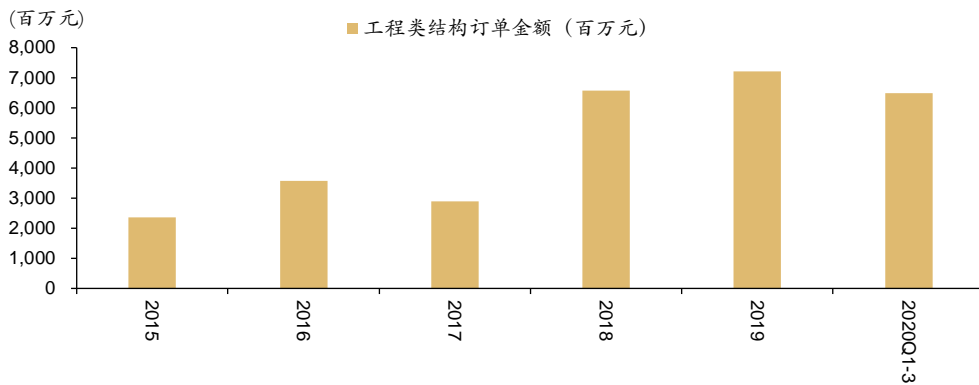
假设：年开工面积（万平方米）	2000
钢结构渗透率	25%
单位用钢量（公斤/平方米）	40
对应钢结构需求（万吨）	20
钢结构单位价格（元/吨）	8000
对应市场空间（亿元）	16

资料来源：wind，华西证券研究所

## 4.2. 放缓战略合作模式，开启自有产能扩张周期

**杭萧工程实例强劲，订单稳步增长：**公司拥有钢结构工程专业承包一级资质，重点工程钢结构领域实力同样强劲，先后签订亚运会运动员村、长沙国际会议中心、方太理想城、深圳海恒裕金融中心等重点项目，2020 年前三季度，公司新签工程类钢结构订单 64.9 亿元（不包括住宅类钢结构），同比增长 10%左右。判断随着亚运会临近，以及长三角一体化建设加速，公司未来 2-3 年 EPC 订单仍将保持稳定增长。

图 23 公司工程类钢结构订单金额



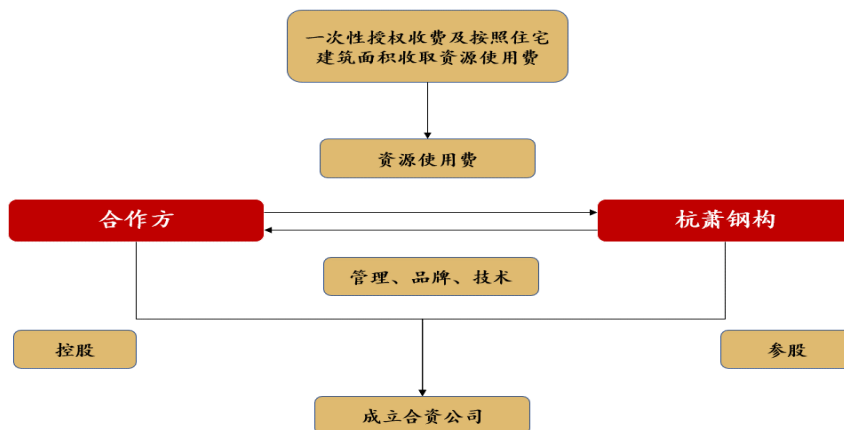
资料来源：公司公告，华西证券研究所

**自有产能进入扩张周期，进一步凸显技术优势：**2015-2019 年，公司主要采取技术许可合作的轻资产扩张模式。公司将生产、品牌管理等技术提供给合作方，收取资源使用费，同时与合作方共同出资成立公司（公司只参股不控股），而公司的收费包括两部分：

- 1) 开始的一次性的资源使用费；
- 2) 后期根据钢结构住宅建筑面积收取的资源使用费，每平方米 5-8 元。

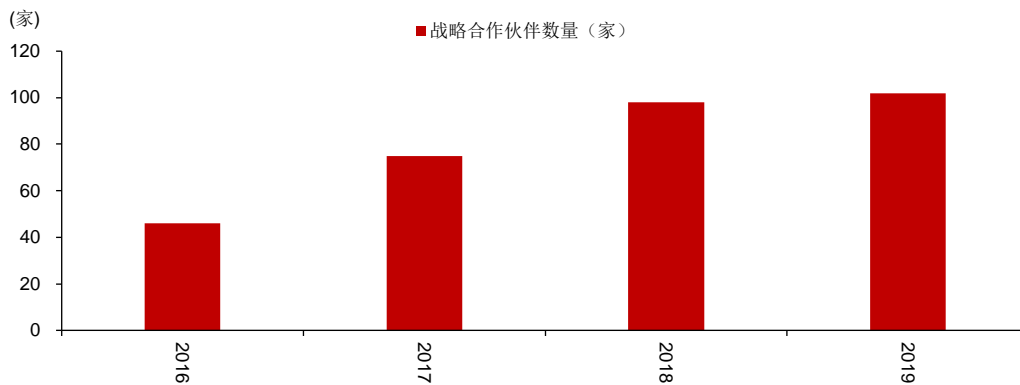
公司的技术许可模式一定程度上加快了公司的扩张速度，并起到了一定的集群示范作用，但技术许可的模式同样降低了自身的技术优势，并培养了未来潜在的竞争对手。根据公司年报显示，2019 年开始，公司技术许可模式放缓，当年新增战略合作伙伴数量下降至 4 个，判断 2020 年新增战略合作数量同样十分有限；而公司未来的扩张将更多的以自有产能的扩建为主。

图 24 技术许可模式示意图



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 25 公司战略合作伙伴数量较多



资料来源：公司年报，华西证券研究所

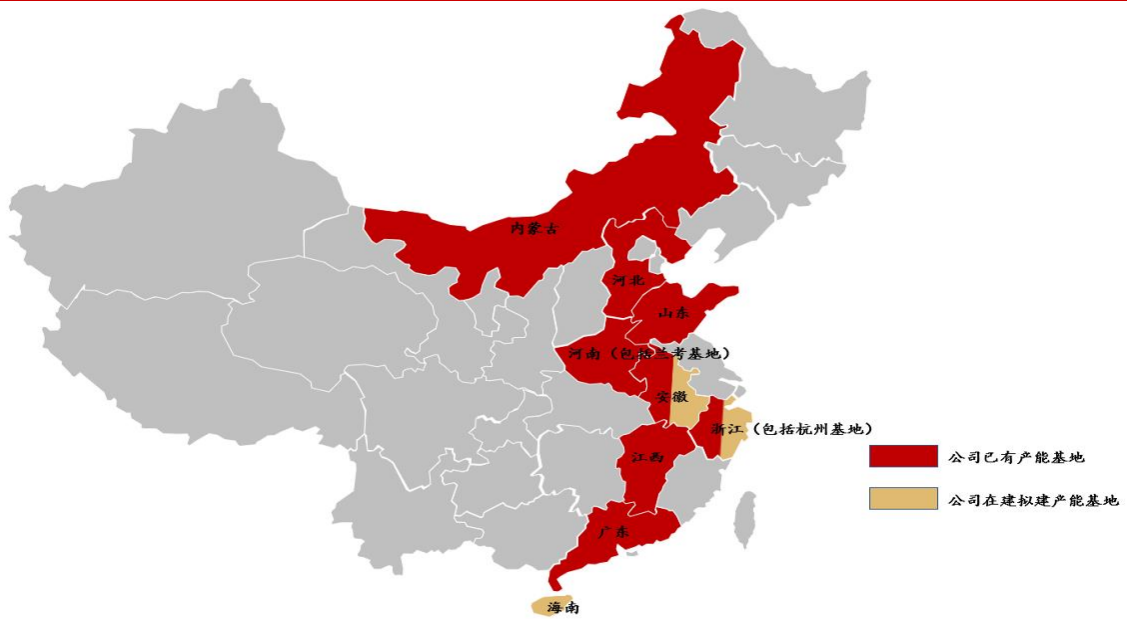
根据公司官网信息统计，截止到 2020H1，公司在浙江、江西、内蒙、河南、河北等多个省份，拥有 9 个钢结构生产加工基地，合计产能 95 万吨左右。2020 年 10-12 月，公司先后公告在安徽六安，海南洋浦以及浙江省（定增项目，45 万吨产能）扩建 3 个基地。我们预计，在上述三个项目投产后，公司产能相比目前将提升 100% 左右。

表 12 公司控股钢结构生产、制造加工基地

	注册资本 (万元)	钢结构加工能力 (万吨)
山东杭萧	5000	6
河北杭萧	6000	10
河南杭萧	5000	6
广东杭萧	13500	15
江西杭萧	5200	7
内蒙杭萧	8000	5
安徽杭萧	6500	6
浙江杭萧	13900	20
兰考杭萧	10000	20

资料来源：公司官网，公司公告，华西证券研究所

图 26 公司产能地图



资料来源：公司公告，公司年报，华西证券研究所

表 13 公司定增项目

序号	项目名称	项目投资总额（万元）	使用募集资金（万元）
1	杭萧钢构绿色装配式建筑研发创新、智能制造及数智化管理示范基地项目	223775.08	90000
2	智能制造、信息化管理平台项目	10000	10000
3	补充流动资金	20000	20000
合计		253775.08	120000

资料来源：公司公告，华西证券研究所

我们认为，公司技术许可模式放缓，自有产能扩张的加速，将在长期内进一步凸显公司的技术优势，削弱潜在竞争对手，同时也有利于公司进一步提升规模效应，从而在行业扩容且集中度提升的背景下实现市场份额的提升。

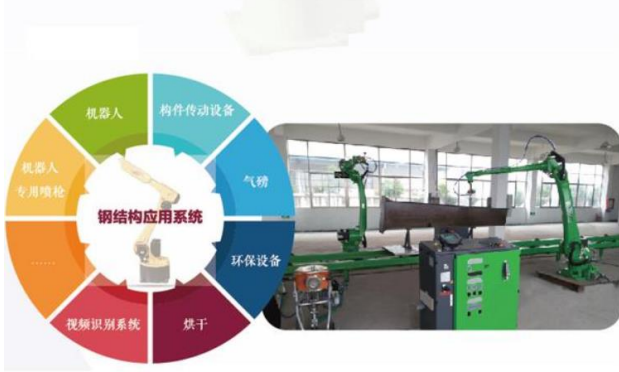
### 4.3. 工业物联网推进，自动化生产+精细化分工带来竞争优势

公司 2019 年年报中提出，“加大技术人才投入，不断完善平台迭代，以大数据为核心，通过 5G 商用、AI 人工智能、物联网、区块链等技术进一步应用与开发，奠定平台发展的核心竞争力”；

此外在增发公告中，公司也公告计划投资 1 亿元，用于智能制造、信息化管理平台项目。我们对于公司智能化、物联网化生产持乐观态度，并认为智能化、物联网化推进将带动公司成本下降。



图 27 物联网钢结构应用场景



资料来源：百度图片，华西证券研究所

图 28 钢结构智能化生产场景



资料来源：百度图片，华西证券研究所

首先，我们认为借助公司强大的战略合作伙伴资源，公司有望实现精细化分工。公司首创通过技术许可模式（成立合资企业，收入资源使用费并提供技术、品牌、管理）积累了大量战略合作伙伴，根据年报数据，2019 年底公司战略合作伙伴已达 102 家。而钢结构是属于定制化产品，大类而言就有重钢、轻钢、空间钢等多个品类，钢结构行业本身从生产、管理上也属于工业化初期，行业没有实现设备标准化、流程标准化、数据标准化和管理标准化，因此我们认为公司与其战略伙伴可以通过物联网方式，实现订单、生产信息共享，从而使每条线专注生产少数品类、减少人工使用、提高设备利用效率等，并且通过上下游一体化、参股授权企业一体化达到组织产能利用率及生产效率的最大化，并降低成本。为此，杭萧成立了工业互联网研究院并着手现有产线进行改造，由于仅有极少数企业拥有类似公司的战略合作伙伴，因此我们认为公司推行物联网的先天优势较难比拟。

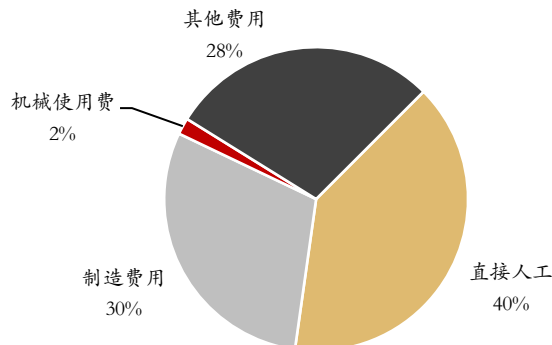
表 14 杭萧钢构合资公司情况

	2016	2017	2018	2019
取得营业执照 (家)	36	60	87	96
完成厂房建设或改造 (家)	15	38	53	66
厂房在建 (家)	-	7	22	11
厂房筹建中 (家)	-	15	12	19
已顺利投产 (家)	9	26	47	64
已承接各类钢结构工程项目 (家)	11	27	45	58
钢结构住宅项目建筑面积	-	92	291	371

资料来源：公司年报，华西证券研究所

其次，智能化生产有望进一步降低公司成本。根据公司年报披露数据，扣除可以转嫁下游的原料成本后，人工成本占加工环节成本的 40%左右，而公司如果实现智能化生产，其单位人工成本有望大幅降低。此外，根据公司增发公告披露数据，根据 305 个智能制造试点项目改造前后对比，智能化制造提高平均生产效率 37.6%，能源利用率 16.1%，产品研制周期缩短 30.8%，产品不良率降低 25.6%。因此我们认为，公司浙江智能化基地投产后，成本下降空间较大，待形成示范效应后有望全面铺开，形成公司区别于其他钢结构竞争对手的核心竞争优势。

图 29 杭萧钢构加工环节成本拆分



资料来源：公司年报，华西证券研究所

#### 4.4. 搭建万郡绿建 B2B 垂直平台，新业态提供新动能

2018 年，公司设立控股子公司万郡绿建科技有限公司，打造上下游供需方企业服务平台，通过为供方提供渠道，为需方打造一站式交付平台的模式，解决过往建材交易中心信息不对称、灰色地带多的痛点。截止目前，万郡绿建已经建成 23 万<sup>m</sup>展示体验中心，具有 12000 个标准展位的展示中心，涵盖了装配式建筑、建筑工程、设施设备、装饰装修、园林景观等五大一级类目，62 个二级类目，385 个三级类目全产业链材料。

图 30 万郡绿建业务模式



资料来源：万郡绿建官网，华西证券研究所

万郡绿建的业务模式主要分为两种：自营及撮合交易，其中自营主要是平台自身进行建材交易，而撮合交易则主要通过匹配供需双方要求使得双方最终达成交易，而从盈利模式而言，目前公司的主要收费来源有二：

- 1) **线下展位收费**：公司为展位可以为供方提供线下展示、推广的机会，同时也给公司及需方提供了检验质量的机会。展位费会在收到时开始进行摊销计入收入。

表 15 万郡绿建新签合同金额&数量统计

	2019 年上半年	2019 年前三季度	2019 年全年	2020 年第一季度
展示中心新签合同 金额 (亿元)	0.44	2.76	6.59	0.004
展示中心新签合同 数量 (个)	322	1141	3284	13
线上销售新签合同 金额 (亿元)	2.89	4.97	7.84	2.85
线上销售新签合同 数量 (个)	597	1131	1883	449

资料来源：公司公告，华西证券研究所

- 2) **线上会员费**：万郡绿建为会员提供一站式采购服务和管理服务，解决建材采购过程中采购价不透明、需求不匹配等痛点。会员费会在收到时开始进行摊销计入收入。

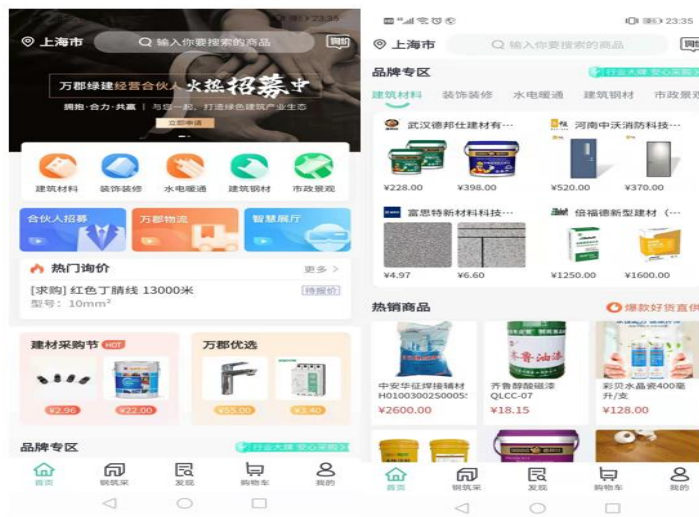
表 16 万郡绿建盈利模式简介

盈利模式	简介
展位收费	万郡绿建产品展示中心可为供方企业提供线下产品展示、推广服务,涵盖了装配式建筑、建筑工程、设施设备、装修装饰、园林景观等行业的全品类原辅材料、部品、部件、五金、机电、设备设施等产品的展示服务,目前不少行业上下游中的知名企业已入驻展示中心。万郡绿建拥有 23 万平方米的产品展示中心,具有 12000 个标准展位,每个标准展位将会按年收取固定费用。
采购服务和管理服务	万郡绿建线上商城平台能够为需方企业提供一站式、齐套、小批量、短交期、准交期的采购和管理服务,公司会向每家需方收取会员费。
网上商城产品展示、推广、销售、采购等服务	万郡绿建线上商城平台可为数十万家供需双方企业提供网上商城产品展示、推广、销售、采购等服务,涵盖了装配式建筑、建筑工程、设施设备、装饰装修、园林景观等五大一级类目,62 个二级类目,385 个三级类目全品类原辅材料、部品、部件、五金、机电、设备设施等生态产业链供需方企业的产品展示、推广、宣传、销售、采购等服务,公司会向每家供方收取会员费。
提供增值服务	万郡绿建在解决供需方会员的痛点的同时提供增值服务、以降低销售与采购成本为主,随着销售业务大量增加,也将带来一定的收入。

资料来源:公司年报,华西证券研究所

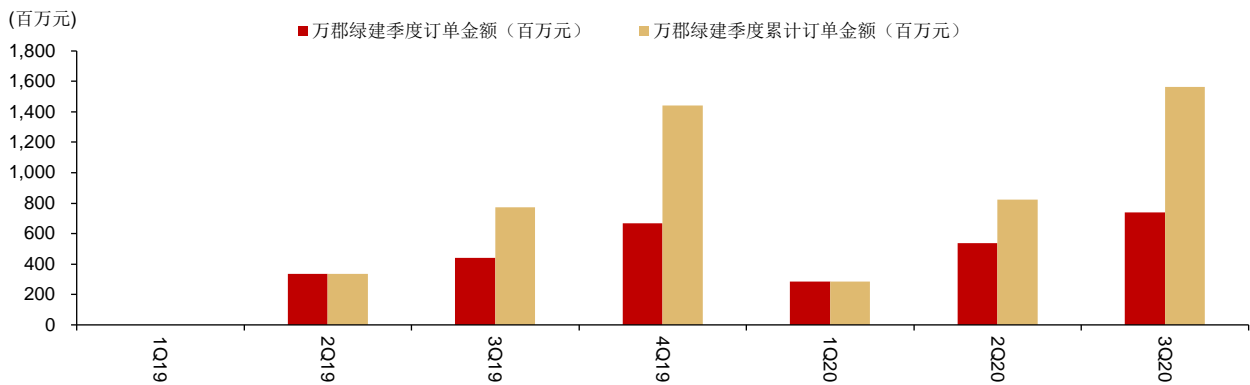
根据年报及季度经营数据公告,截止到 2019 年底,展示中心累计签约企业 2736 家,合约额 6.59 亿元;线上销售订单 1883 个,销售额 7.84 亿元。2020 年前三季度,万郡绿建合约额(展示+销售)已达 15.65 亿元,超 2019 年全年水平,增长较为迅速。考虑到地产三道红线颁布后,地产企业及建筑商控成本需求上升,我们认为万郡绿建用户数量将在 2021 年实现大幅度增长。

图 31 万郡易彩 APP 示意图



资料来源:万郡易采 APP, 华西证券研究所

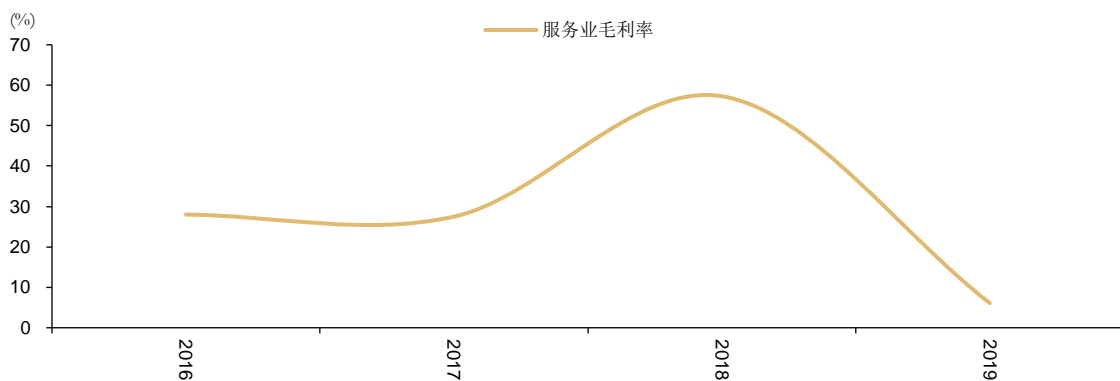
图 32 万郡绿建季度订单



资料来源：公司年报，华西证券研究所

**服务业毛利率有望回升：**我们判断 2019 年万郡绿建发展初期，公司进行了较多促销让利，同时规模效应尚未体现，因此使得服务业毛利率大幅下降至 6.1%，一定程度上拖累了公司整体利润。但万郡绿建成本本身主要集中于相关软件授权费用的摊销以及场馆、服务器运营成本，绝大多数属于固定成本，边际成本较低，因此我们认为随着用户数量增长，万郡绿建的毛利率也将有所回升。

图 33 公司服务业 2019 年毛利率下降较多



资料来源：wind，华西证券研究所

**与钢结构主业有协同效应：**万郡绿建的客户很多都是房地产企业及工程建筑企业，是钢结构的潜在客户。我们认为公司服务业有望与主业通过示范项目、客户共享等方式实现协同。

## 5. 盈利预测及估值

**钢结构业务：**我们预计 2020-2022 年，公司钢结构销量复合增速 25-30%左右，由于智能化、物联网化推进，以及本身产能扩张带来的规模效应，公司钢结构单位成本逐渐下降，毛利率有所提升。

**服务业：**我们预计 2020-2022 年，服务业收入伴随万郡绿建 GMV 提升而快速增长，而随着规模效应逐渐显现，毛利率有所回升。

**非经常损益：**2020 年，由于资产处置收益，公司非经常性收益较多，预计 2021-2022 年，非经常损益相较于 2020 年将有所下降。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



我们保守假设由于万郡绿建拓展、运营需要，公司费用率小幅上升，并假设 2021-2022 年，公司非经营收益有所减少。基于上述假设，我们预计 2020-2022 年，公司归母净利润 7.74/7.40/9.17 亿元，同比增长 65.0%/-4.4%/23.9%，对应 EPS0.36/0.34/0.43 元。

表 17 公司盈利预测

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
钢结构业务收入	4318.02	5589.14	6427.51	8034.39	10042.99
毛利率%	12.65%	15.30%	17.84%	20.31%	22.70%
销量(万吨)	47.62	56.56	65.04	81.31	101.63
服务业收入	33.24	117.72	235.45	1059.52	2119.03
毛利率%	57.28%	6.10%	0.80%	1.00%	1.20%
其他收入	1833.10	926.20	697.67	465.68	290.82
营业收入	6184.37	6633.07	7360.63	9559.58	12452.84
同比	33.62%	7.26%	10.97%	29.87%	30.27%
净利润	567.99	468.92	774.01	739.87	916.99
净利率%	9.18%	7.07%	10.52%	7.74%	7.36%
同比%	-26.04%	-17.44%	65.06%	-4.41%	23.94%

资料来源：公司年报，华西证券研究所

我们选取鸿路钢构、精工钢构、东南网架、富煌钢构 4 家钢结构企业作为可比公司，则 4 家企业平均估值 17.02x 2021 PE，2.23x PB。尽管公司拥有住宅钢结构及互联网业务，但出于保守角度考虑，我们仍给予公司可比公司平均估值，则 PE、PB 两种估值方法对应估值分别为 5.79/4.10 元。由于公司处于盈利改善周期，我们认为 PE 估值更能体现公司内在价值，因此我们以基于 PE 估值法的 5.79 元作为我们的最终估值，首次覆盖给予“买入”评级。

表 18 可比公司估值

	2021PE	PB (MRQ)
鸿路钢构	25.48	4.61
精工钢构	14.54	1.60
东南网架	12.19	1.44
富煌钢构	15.88	1.30
平均值	17.02	2.23

资料来源：wind，华西证券研究所



## 6. 风险提示

**需求不及预期：**如果钢结构推广慢于预期，则钢结构需求及公司销量可能不及我们预期。

**成本高于预期：**如果原材料等成本高于预期，则公司成本可能高于我们预期。

**系统性风险：**宏观经济、贸易摩擦走势可能影响 A 股整体走势及估值。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	6633.07	7360.63	9559.58	12452.84	净利润	480.15	806.26	770.70	955.20
YoY (%)	7.26%	10.97%	29.87%	30.27%	折旧和摊销	90.92	61.59	63.30	65.95
营业成本	5453.78	6001.10	7760.80	10019.36	营运资金变动	-189.56	-316.76	-982.89	-1276.87
营业税金及附加	39.71	44.07	57.24	74.56	经营活动现金流	326.58	128.01	-255.98	-355.81
销售费用	137.12	184.02	191.19	286.42	资本开支	140.65	264.72	28.72	21.72
管理费用	243.39	294.43	353.70	535.47	投资	-153.20	0.00	0.00	0.00
财务费用	46.07	53.12	54.92	61.15	投资活动现金流	10.73	364.72	48.72	41.72
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	股权募资	18.69	0.00	0.00	0.00
投资收益	-15.72	100.00	20.00	20.00	债务募资	-170.48	0.00	0.00	0.00
营业利润	549.97	563.82	757.98	982.04	筹资活动现金流	-373.59	-259.56	-283.60	-336.74
营业外收支	-3.20	384.72	148.72	141.72	现金净流量	-36.28	233.18	-490.86	-650.82
利润总额	546.77	948.54	906.70	1123.77	<b>主要财务指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
所得税	66.62	142.28	136.01	168.57	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	480.15	806.26	770.70	955.20	营业收入增长率	7.26%	10.97%	29.87%	30.27%
归属于母公司净利润	468.92	774.01	739.87	916.99	净利润增长率	-17.44%	65.06%	-4.41%	23.94%
YoY (%)	-17.44%	65.06%	-4.41%	23.94%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	0.22	0.36	0.34	0.43	毛利率	17.78%	18.47%	18.82%	19.54%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	净利率率	7.24%	10.95%	8.06%	7.67%
货币资金	730.98	964.15	473.30	-177.53	总资产收益率 ROA	5.34%	8.07%	6.86%	7.46%
预付款项	202.49	202.49	202.49	202.49	净资产收益率 ROE	13.42%	19.01%	16.12%	17.53%
存货	3467.98	3816.02	4934.99	6371.18	<b>偿债能力 (%)</b>				
其他流动资产	1836.91	2005.76	2516.07	3187.51	流动比率	<b>1.23</b>	<b>1.33</b>	<b>1.38</b>	<b>1.42</b>
流动资产合计	6238.36	6988.42	8126.84	9583.65	速动比率	0.51	0.56	0.51	0.45
长期股权投资	74.63	74.63	74.63	74.63	现金比率	0.14	0.18	0.08	-0.03
固定资产	1092.04	1070.10	1088.67	1125.68	资产负债率	58.21%	55.39%	55.24%	55.21%
无形资产	172.62	168.55	164.48	160.41	<b>经营效率 (%)</b>				
非流动资产合计	2544.35	2602.75	2659.46	2713.51	总资产周转率	0.79	0.80	0.94	1.08
资产合计	8782.70	9591.17	10786.30	12297.16	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	1032.62	1032.62	1032.62	1032.62	每股收益	0.22	0.36	0.34	0.43
应付账款及票据	2226.09	2411.42	3007.29	3772.09	每股净资产	1.62	1.89	2.13	2.43
其他流动负债	1804.55	1819.33	1869.85	1935.81	每股经营现金流	0.15	0.06	-0.12	-0.17
流动负债合计	5063.26	5263.38	5909.77	6740.53	每股股利	1.69	0.11	0.10	0.13
长期借款	29.00	29.00	29.00	29.00	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	20.05	20.05	20.05	20.05	PE	17.41	10.55	11.03	8.90
非流动负债合计	49.05	49.05	49.05	49.05	PB	1.74	1.98	1.76	1.54
负债合计	5112.31	5312.43	5958.83	6789.58					
股本	2153.74	2153.74	2153.74	2153.74					
少数股东权益	175.48	207.73	238.56	276.76					
股东权益合计	3670.39	4278.74	4827.47	5507.58					
负债和股东权益合计	8782.70	9591.17	10786.30	12297.16					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

戚舒扬：执业证书编号：S1120519070002。

FRM，建筑和建材行业首席分析师。香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于国泰君安证券等机构任建材行业分析师。

郁暲：建筑和建材行业研究助理。曾供职于华泰证券、太平洋证券等机构。

### 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 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。