

# 东南网架 (002135)

证券研究报告  
2021年06月03日

## 钢结构工程龙头，EPC+BIPV 引领新发展

### 钢结构工程龙头或迎来转型快速增长期，首次覆盖，给予“买入”评级

公司在钢结构协会历年企业排名中多年排名前三，以擅长高难度钢结构工程享誉行业，当前主业包括钢结构分包/总承包/涤纶长丝。近年来公司把握装配式和 EPC 的行业趋势，实现由单纯分包商向 EPC 总包商的转变，不断斩获大型 EPC 订单，2021 年 EPC 业务有望放量增长。21M4 公告拟收购福斯特新能源 51% 股权，形成 EPC+BIPV 全产业链能力，后续成长性有望较好。公司拥有 POY/FDY 等产能合计 50 万吨，20 年因行业景气度原因大幅亏损约 1.5 亿元，我们预计 21 年有望扭亏为盈。多重因素作用下，我们认为公司 21 年有望迎来业绩快速增长，且 22/23 年持续成长性有望较好，当前估值性价比高，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 行业高景气叠加战略转型，工程业务有望迎来高增长期

在政策端持续推动下，钢结构装配式与 EPC 工程持续处于行业景气阶段。公司钢结构体系与施工能力处于行业领先水平，11-20 年年产量均近 50 万，20Q1 宣布新建 20 万吨智能化生产线，预计投产后对传统钢结构业务规模扩张奠定较好基础。公司已在学校、医院等装配式钢结构公共建筑 EPC 领域逐步形成差异化优势，19 年获得施工总包一级资质后，累计斩获多个 10 亿元以上大型 EPC 项目。19/20 年公司新签合同 84/112 亿元，同比+51%/33%，远超 19/20 年工程收入（57/67 亿元），且 20 年含中标未签约的新签 EPC 订单 63 亿元，占全部订单比重 43%。我们认为充足订单有望带动工程业务收入高增长，且 EPC 业务占比的提升有望提振公司工程业务毛利率，且改善费用端的规模效应。

### 拟通过自主投资及股权合作切入 BIPV 市场，有望分享行业高速增长红利

21M4 公司公告拟收购福斯特新能源 51% 股权，且 21M3 公司自主投资成立碳中和科技子公司，布局 BIPV 业务。我们认为在成本下降和商业模式改善推动下，十四五阶段国内工商业 BIPV 新装机量年复合增速有望达到 88%-125%，2025 年市场有望达千亿级。公司作为钢结构龙头，此前已有屋面电站建设经验，具备 BIPV 环节较为重要的渠道、生产和资源整合能力。此次通过股权合作及自主设立子公司，有望形成投运一体的全产业链能力，且公司与森特股份均为行业内最早布局 BIPV 业务的建筑公司，后续有望在 BIPV 市场拓展中抢得先机。

### 看好转型带来的二次起飞机会，首次覆盖，给予“买入”评级

我们预计 2021 年公司在化纤扭亏、工程放量带动下有望取得业绩高弹性，而后续 EPC 和 BIPV 转型有望持续贡献成长性。我们预计公司 21-23 年归母净利润 5.97/7.24/8.98 亿元，公司 12 亿元定增预案已获证监会反馈，在不考虑定增股份情况下，预计 21-23 年 EPS0.58/0.70/0.87 元，21-23 年 CAGR+49%，当前钢结构/化纤/BIPV 可比公司 21 年 Wind 一致预期 PE15.8/10/44.5 倍，我们认为后续化纤对公司业绩影响或趋于减弱，认可给予公司 21 年 15 倍 PE，对应目标价 8.70 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**化纤业务盈利波动超预期；钢价上行对公司盈利影响超预期；EPC 业务回款不及预期；BIPV 业务推进不及预期，收购福斯特尚在谈判阶段，具有不确定性。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8,976.37	9,256.29	12,791.98	15,152.05	17,637.80
增长率(%)	3.24	3.12	38.20	18.45	16.41
EBITDA(百万元)	978.91	1,050.59	1,085.22	1,272.36	1,508.08
净利润(百万元)	267.48	270.81	596.55	723.69	897.89
增长率(%)	56.68	1.25	120.28	21.31	24.07
EPS(元/股)	0.26	0.26	0.58	0.70	0.87
市盈率(P/E)	24.32	24.03	10.91	8.99	7.25
市净率(P/B)	1.52	1.49	1.29	1.14	1.00
市销率(P/S)	0.72	0.70	0.51	0.43	0.37
EV/EBITDA	6.27	6.98	6.22	4.82	3.36

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	建筑装饰/专业工程
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	6.24 元
目标价格	8.70 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,034.40
流通 A 股股本(百万股)	958.51
A 股总市值(百万元)	6,454.66
流通 A 股市值(百万元)	5,981.10
每股净资产(元)	4.38
资产负债率(%)	62.61
一年内最高/最低(元)	9.77/5.52

### 作者

<b>王涛</b>	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001 wangtao@tfzq.com	
<b>鲍荣富</b>	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003 baorongfu@tfzq.com	
<b>武慧东</b>	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050002 wuhuidong@tfzq.com	
<b>王雯</b>	联系人
wangwena@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《东南网架-公司研究简报:化纤板块量价齐升，钢结构业务或超预期》 2018-05-21
- 《东南网架-年报点评报告:两大主业齐头并进，业绩高增长或持续》 2018-04-16
- 《东南网架-公司点评:化纤业务助业绩高增长，业务模式完成转换钢结构或迎发展契机》 2018-02-28



## 内容目录

<b>传统钢结构龙头，总承包+EPC 引领新发展</b> .....	4
“一号工程” 优势显著，总承包业务加速突破.....	4
化纤业务 21 年有望贡献利润，工程主业稳步增长.....	6
<b>由钢结构分包向总承包过渡，工程业务有望迎来新发展</b> .....	8
EPC 或助力改善商业模式，公司承接大项目能力强.....	8
执行差异化竞争策略，探索装配式医院“洼地” 潜在机会.....	11
<b>拟收购福斯特新能源，开启“EPC+BIPV” 新战略</b> .....	14
经济性&商业模式改善，BIPV 十四五市场有望放量增长.....	14
渠道+安装+产品优化，建筑公司参与 BIPV 建设核心环节.....	16
拟收购福斯特新能源 51%股份，打开新成长空间.....	17
<b>化纤产能稳定，产品涨价或带来盈利机会</b> .....	18
<b>财务分析：盈利质量持续提升，费用管控处于行业优秀水平</b> .....	19
<b>盈利预测与估值</b> .....	22
风险提示.....	24

## 图表目录

图 1：公司发展历史沿革.....	4
图 2：公司股权结构（截止 2020 年）.....	4
图 3：公司历史营收及同比增速.....	6
图 4：公司分类别营收及同比增速.....	6
图 5：主要涤纶长丝产品市场价格.....	6
图 6：公司历史归母净利润及同比增速.....	7
图 7：公司分板块利润实现情况.....	7
图 8：公司分业务板块毛利率.....	7
图 9：公司分业务板块净利率.....	7
图 10：EPC 模式下，钢结构企业发生角色转变.....	8
图 11：代表性建筑公司人均创收与人均创利情况对比.....	9
图 12：代表性公司钢结构业务和总承包业务毛利率对比.....	9
图 13：2010-2020 年钢结构龙头公司现金流与周转率.....	9
图 14：公司历史钢结构产品产量及同比增速.....	11
图 15：2015-2019 年全国医院数量及每万人口床位数.....	11
图 16：2013-2017 年医院固定资产投资完成额.....	11
图 17：2016-2020 年装配式建筑新开工面积及增速.....	12
图 18：2020-2025 装配式医院市场空间测算.....	12
图 19：BIPV 系统建造成本近年来不断下降.....	14
图 20：BIPV 系统组成.....	14

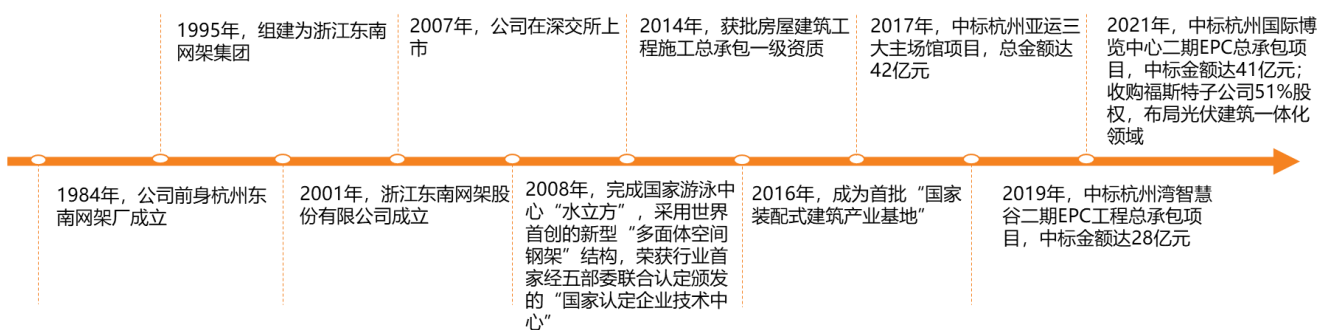
图 21: BIPV 构件及安装产业链图谱 .....	17
图 22: 涤纶长丝产业链分布 .....	19
图 23: POY、FDY 与 PTA、MEG 组合价差 .....	19
图 24: 2015-2020 年东南网架及可比公司管理费用率 .....	20
图 25: 2015-2020 年东南网架及可比公司销售费用率 .....	20
图 26: 2015-2020 年东南网架及可比公司财务费用率 .....	20
图 27: 2015-2020 年东南网架及可比公司期间费用率 .....	20
图 28: 2011-2020 年东南网架研发费用及占比营收情况 .....	20
图 29: 2013-2020 年可比公司研发费用占比营收情况 .....	20
图 30: 2015-2019 年东南网架及可比公司 ROE .....	21
图 31: 2015-2019 年东南网架及可比公司资产周转率 .....	21
图 32: 2015-2019 年东南网架及可比公司净利率 .....	21
图 33: 2015-2019 年东南网架及可比公司资产负债率 .....	21
图 34: 2015-2019 年东南网架及可比公司收现比 .....	21
图 35: 2015-2019 年东南网架及可比公司流动资产周转率 .....	21
图 36: 可比公司估值表 .....	23
表 1: 公司钢结构资质与创新平台 .....	5
表 2: 钢结构企业历年排名 .....	5
表 3: 公司部分代表性项目 .....	5
表 4: 公司近年来中标总承包项目概览 .....	10
表 5: 公司公告新签订单情况 .....	10
表 6: 装配式建筑相关政策及其要点 .....	12
表 7: 公司过往承接的医院类项目（不完全统计） .....	13
表 8: 杭州市区医疗卫生设施布局规划 .....	13
表 9: 分布式光伏电站与集中式光伏电站各环节的比较 .....	15
表 10: 分布式及工商业分布式光伏装机容量预测表 .....	15
表 11: 乐观情况下 BIPV 市场空间预测 .....	15
表 12: 保守情况下 BIPV 市场空间预测 .....	16
表 13: BIPV 与 BAPV 对比 .....	16
表 14: 公司化纤业务产销量数据 .....	18
表 15: 公司分项业务收入及毛利率预测表 .....	22
表 16: 公司核心费用指标预测表 .....	23

## 传统钢结构龙头，总承包+EPC 引领新发展

### “一号工程” 优势显著，总承包业务加速突破

底蕴深厚的钢结构工程龙头之一，2019 年转型总承包，2021 年有望开启 EPC+BIPV 征程。浙江东南网架股份有限公司成立于 2001 年 12 月，其前身为始建于 1984 年的杭州东南网架厂。1995 年组建为浙江东南网架集团，2007 年在深交所上市（股票简称“东南网架”，股票代码 002135.SZ）。经过近 20 年的优化扩张，公司现发展成为一家集设计、制作、安装于一体的钢结构、网架工程大型专业承包企业，涉及包括空间钢结构、高层重钢结构工程、轻型钢结构和化纤业务，2019 年获得住建部颁发的建筑工程施工总承包壹级资质，坚定向总承包转型，已承接多个大型总承包项目，其中包括中标金额 28 亿的杭州湾智慧谷二期 EPC 及中标金额 41.2 亿元的杭州国际博览中心二期项目地块 EPC 工程。2021 年 4 月公司公告拟收购 EVA 胶膜龙头福斯特旗下福斯特新能源 51% 股权，且自身成立了浙江东南碳中和科技有限公司，主营业务涵盖 BIPV 产业链，公司有望借助 EPC 和钢结构优势，切入 BIPV 市场。

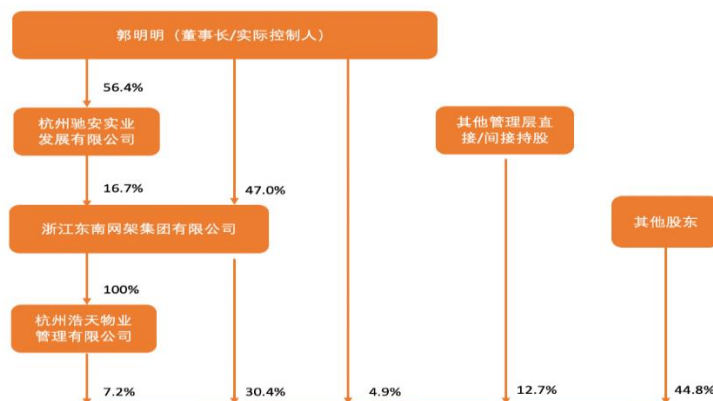
图 1：公司发展历史沿革



资料来源：公司官网、公司公告、天风证券研究所

**大股东话语权强，股份回购提振信心。**截至 2020 年，公司实际控制人为郭明明先生，其直接持有公司股权 4.9%，间接持有公司股权 21.2%，合计 26.1%，其同时为东南网架集团控股股东。其他管理层通过直接和间接形式持有公司股权 12.7%。2020 年 3 月 10 日，公司拟以不超过 10.44 元/股（后除权除息后为 10.41 元/股）的价格回购股份 2.5-5.0 亿元，用于后期实施股权激励计划或员工持股计划。由于公司拟开展定增事宜，因此于 2021 年 1 月终止回购事宜，共回购公司股份 1.54%，金额 1.3 亿元，均价 8.15 元/股。我们认为股份回购反映出公司对未来发展的积极判断，增强了投资者信心，并且进一步建立健全公司长效激励机制。

图 2：公司股权结构（截止 2020 年）



资料来源：Wind、天风证券研究所



**院士团队助力突破行业创新壁垒，19 年获得钢结构新资质助力转型总承包。**公司拥有完备的钢结构行业资质，并成立多个钢结构行业创新平台，与浙江大学董石麟院士团队、贵州大学马克俭院士团队建立深厚的合作关系。此外，住建部 2014 年开展房屋建筑工程施工总承包资质试点，公司为首批获得一级资质证书的企业。2016 年公司成为住建部认定的首批“国家装配式建筑产业基地”之一。2019 年 1 月，公司获得建筑工程施工总承包壹级、钢结构工程专业承包壹级资质，标志着公司由专业分包向总承包的战略转型升级。

表 1：公司钢结构资质与创新平台

房屋建筑工程施工总承包壹级资质	钢结构工程专业承包壹级资质
钢结构、网架专项设计甲级资质	钢结构制造特级资质
境外承包工程经营资格	中国实验室计量认证（CMA）
建筑幕墙工程设计与施工贰级	中国金属围护系统承包商特级
建筑金属屋（墙）面设计与施工特级	美国钢结构协会（AISC）认证
中国钢结构产业总部及研发基地	国家级博士后科研工作站（钢结构行业首家）
国家级企业技术中心（钢结构行业首家）	全国首批示范院士专家工作站（钢结构行业首家）

资料来源：公司官网、维普、Wind、天风证券研究所

**钢结构工程量连续十年排名前三，2019 年重回行业第二，曾获多项业内奖项。**根据中国建筑金属结构协会数据，2008~2017 年期间，东南网架连续十年行业排名前三，2019 年重回行业第二；2012 年起，中建钢构（现中建科工）凭借中国建筑集团规模优势，至今稳居行业第一，东南网架依然是排名前列的民营钢结构公司。截至 2020 年，公司共先后荣获鲁班奖 42 项，詹天佑奖 8 项，国家优质工程奖 18 项，中国钢结构金奖 110 项，中国空间结构工程施工金奖和银奖 33 项，中国金属维护系统金禹奖 10 项。

表 2：钢结构企业历年排名

排名	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
1	精工钢构	精工钢构	精工钢构	精工钢构	中建钢构	中建钢构	中建钢构	中建钢构	中建钢构	中建钢构	中建钢构	中建科工
2	东南网架	中建钢构	中建钢构	中建钢构	精工钢构	精工钢构	精工钢构	精工钢构	精工钢构	精工钢构	精工钢构	东南网架
3	杭萧钢构	东南网架	东南网架	东南网架	东南网架	东南网架	东南网架	东南网架	东南网架	东南网架	东南网架	中建三局
4	中冶京唐	二十二冶	五冶集团	杭萧钢构	山东华兴	山东华兴	沪宁钢机	沪宁钢机	中建三局	宝冶集团	东南网架	鸿路钢构
5	中建钢构	沪宁钢机	杭萧钢构	山东精典	沪宁钢机	鸿路钢构	杭萧钢构	宝冶集团	精工钢构	鸿路钢构	中建三局	沪宁钢机

注：按照各建筑钢结构公司完成钢结构工程量进行排名；2019 年中建钢构有限公司改名中建科工集团有限公司；

资料来源：中国建筑金属结构协会、公司官网、天风证券研究所

**把握高质量项目，在重大高难度“一号工程”钢结构领域具备技术优势。**公司创立至今，承建了大量机场、会展中心、体育、文化、高铁、超高层、住宅钢结构等多个特色板块的高端国家大型钢结构项目，如世界最大单口径射电望远镜—中国天眼，地下 700 米-江门中微子实验探测器，世界单体面积最大的网架工程—首都机场 T3A 航站楼、亚洲最大的会展中心—广州国际会展中心、国际上第一次采用的新型多面体空间刚架结构—国家游泳中心“水立方”。良好的品牌形象也为公司在建筑领域争取优质客户、大型项目奠定了良好的基础，未来着力实施“1 号工程+装配式 EPC”双引擎战略，促进先进制造业和现代服务业融合发展，进一步扩大竞争优势。

表 3：公司部分代表性项目

项目名称	项目说明
中国天眼，地下 700 米江门中微子实验探测器	世界最大单口径射电望远镜
首都机场 T3A 航站楼	世界单体面积最大的网架工程
广州国际会展中心	亚洲最大的会展中心
国家游泳中心（水立方）	国际上第一次采用的新型多面体空间刚架结构
上海虹桥交通枢纽和杭州东站	国内最大的高铁枢纽中心

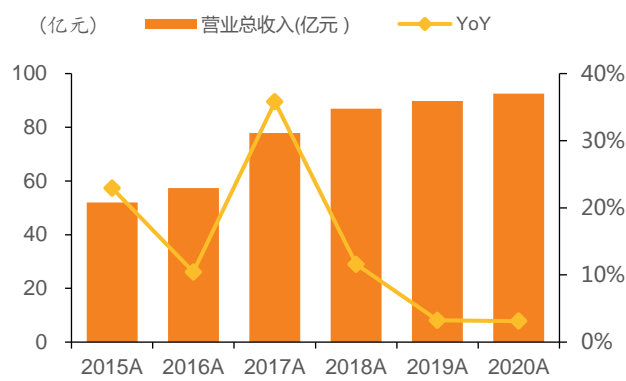
广州电视塔	世界最高的塔结构
杭州网球中心	大悬臂旋转开合屋盖
杭州奥体博览中心主体育场	可容纳 8 万坐席的杭州新地标

资料来源：公司公告，公司官网，浙商网、天风证券研究所

### 化纤业务 21 年有望贡献利润，工程主业稳步增长

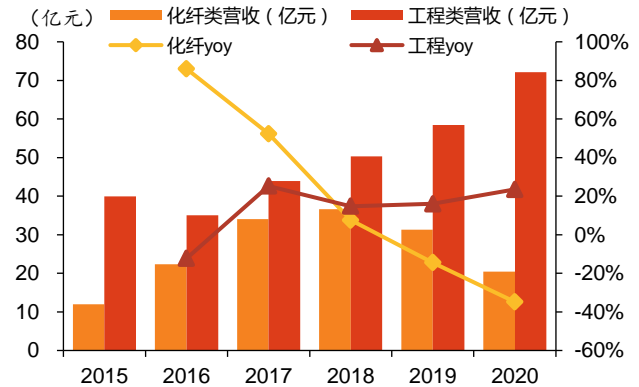
营收端，公司工程类业务稳健扩张，化纤业务则受行业周期影响，波动较大。公司主业分为工程与化纤产品两大块，其中工程业务自 2014 起逐步开始进行总承包试点，2020 年首次单独披露总承包业务的营收。公司化纤业务产能建设开始于 2013 年，建设初衷为提供建筑相关聚酯类产品，2015 年起产生营收，目前公司差别化聚酯纤维产品年产能 50 万吨，对应下游主要为服装、家纺和产业用纺织品。2015 年 2020 年，公司工程类业务总体保持了稳健增长，17-20 年增速均保持在 14%-25% 之间，近两年随着总承包业务的逐步扩大及钢结构下游高景气，营收增速逐年提升。化纤业务公司 15-18 年阶段处于产能爬升阶段，且涤纶长丝产品处于涨价周期，公司化纤营收快速提升，化纤收入逐步提升，但 18Q3 后涤纶长丝价格进入下行周期，公司化纤营收也随之进入下行周期。

图 3：公司历史营收及同比增速



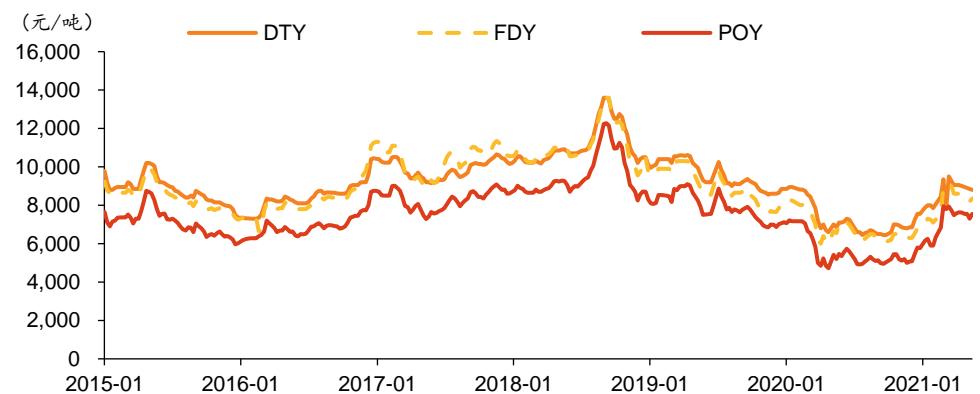
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：公司分类别营收及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：主要涤纶长丝产品市场价格

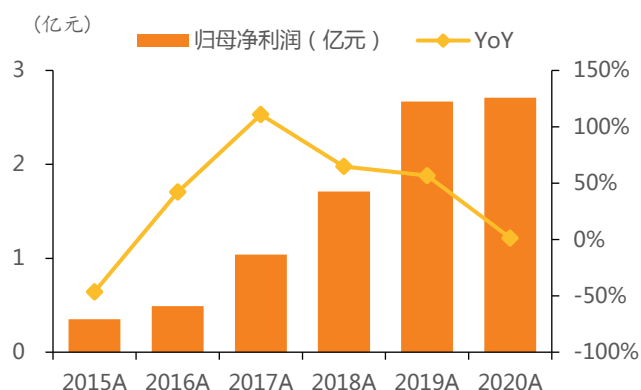


资料来源：Wind，天风证券研究所

公司 18-20 年工程业务利润保持高增长，化纤业务利润波动较大。16/17 年钢价处于上行期，同时景气度相对较弱，在这个阶段公司工程业务利润出现一定下降，但 18 年之后，公司工程业务营收和利润实现双增长，且利润增速高于收入增速，19/20 年工程业务的利润增速达到 108%/58%。但公司整体利润增长速度受化纤业务利润波动影响较大，15/16 年化纤价格低位叠加公司产能未完全释放，公司化纤业务出现亏损，而 2020 年同样处于低位，公司化纤业务亏损 1.51 亿元，对公司利润产生明显拖累。我们认为在 2021 年涤纶

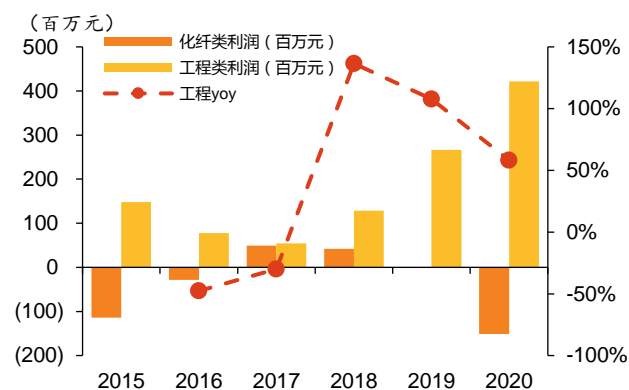
长丝产品价格明显回暖情况下，公司化纤业务有望再次实现盈利，而工程业务则有望实现持续较好增长。

图 6：公司历史归母净利润及同比增速



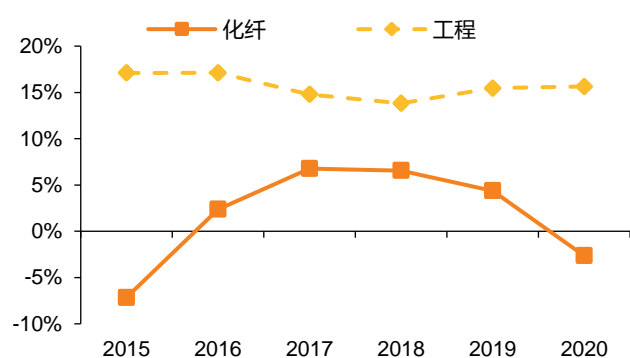
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：公司分板块利润实现情况



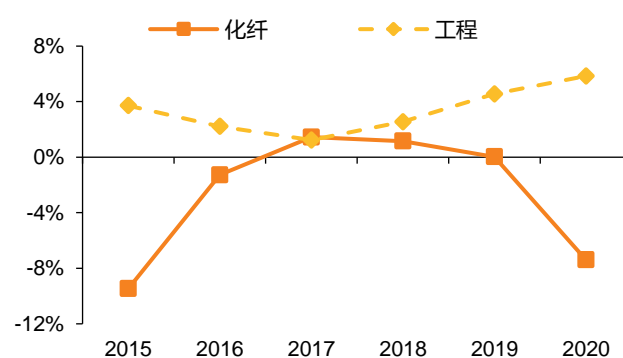
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：公司分业务板块毛利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：公司分业务板块净利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

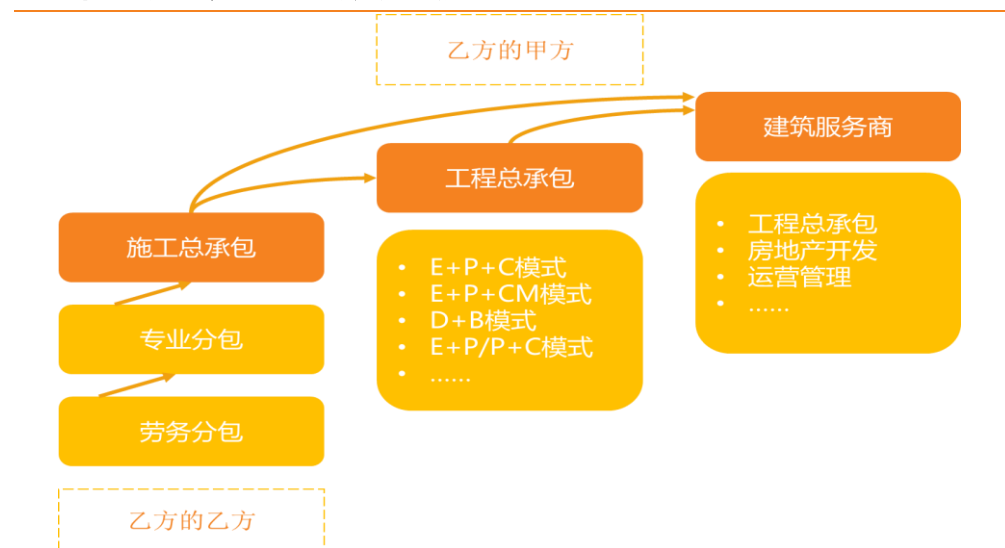
## 由钢结构分包向总承包过渡，工程业务有望迎来新发展

### EPC 或助力改善商业模式，公司承接大项目能力强

理想情况下，工程总承包（EPC）模式对甲乙双方产生双赢，业主可节约投资，而传统钢结构分包商完成从“乙方的乙方”到“乙方的甲方”角色转变。公司作为钢结构行业龙头，在传统工程项目中主要以钢结构专业分包的形式参与，业务集中于钢结构的深化设计、制造和安装，业主通常为总包商，我们认为传统钢结构项目模式的痛点包括：1）钢结构企业对前期的项目设计阶段参与较少，仅能通过后端深化设计优化改善项目成本，无法最大化发挥技术优势和因此带来的成本优势。2）对钢结构公司而言，业务通过总包商获取，而非通过项目建设方获取，盈利性相对被削弱。

据建筑行业资深咨询顾问公司——上海攀成德企业管理顾问有限公司调研发现，采用工程总承包模式可以降低工程项目成本 10%左右，并且可以节省时间 30%左右。钢结构分包商在转化为总包商后，统筹负责项目的设计和施工，能够从项目伊始便深度介入，充分发挥自身技术优势。采用 EPC 模式后，钢结构公司也从“乙方的乙方”，转变为“乙方的甲方”，产业链位置向前延伸，对改善回款和盈利能力有望产生积极影响。

图 10：EPC 模式下，钢结构企业发生角色转变

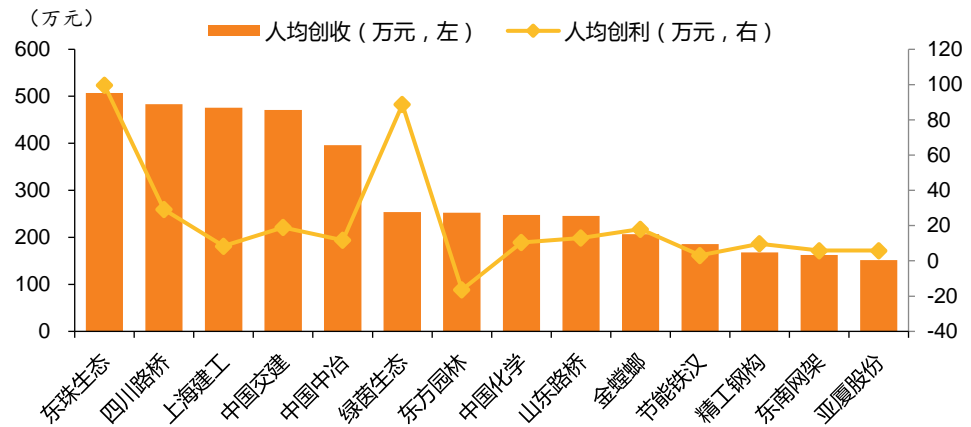


资料来源：上海攀成德企业管理顾问，天风证券研究所

钢结构工程采用 EPC 模式具有天然优势，龙头公司提前转型对提升市占率和改善商业模式有望产生积极效果。EPC 虽然是住建部倡导的工程建设模式，但我们预计目前在工程建设市场中的占比仍然较低，传统非装配式项目非标性高，工期长，利益链条复杂，兼具设计-施工深度融合一体化能力的总包方仍然较少，可能是阻碍 EPC 大幅推广的原因。从这个角度看，钢结构作为装配化程度最高的工程类型之一，项目可实现一定标准化，工期优势显著，且钢结构企业本身具备钢结构设计-生产（含采购）-施工的全流程能力，在补齐项目总承包管理能力后，相对于其他类型的工程，我们认为其向 EPC 转型的阻力较小。在 EPC 项目中，钢结构总包除能够获取钢结构业务本身的收益，也有望通过管理创效获取项目全流程收益。而 EPC 单体订单量的扩大，也提升了招标门槛，有利于龙头公司集中度提升。同样由于 EPC 单体订单量的提升，随着 EPC 项目占比的提升，分包工程人均产值较低的商业模式痛点有望得到改善。



图 11：代表性建筑公司人均创收与人均创利情况对比

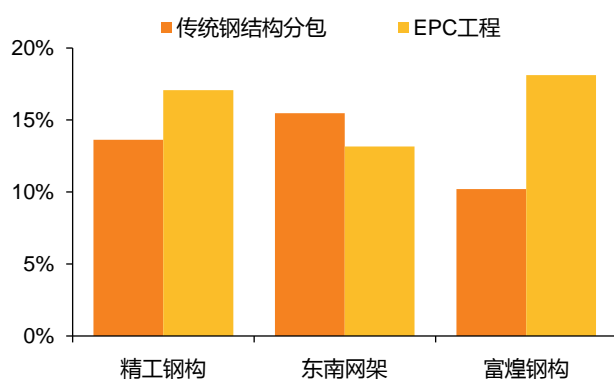


注：数据均为 2020 年报数据，创利指营业利润

资料来源：Wind，天风证券研究所

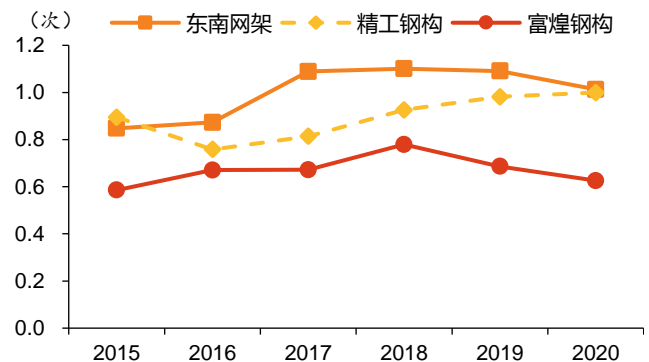
**EPC 有望在盈利能力层面优于传统钢结构分包业务，中长期看其周转效率亦有望高于分包业务。**2020 年三家代表性钢结构工程公司均单独披露其 EPC 业务数据，其中精工钢构和富煌钢构 EPC 收入均超过 20 亿元，在形成一定规模后毛利率明显高于传统钢结构分包工程，东南网架 20FY6.7 亿元左右，规模尚未放量，毛利率仍略低于传统钢结构业务，但参考精工钢构的发展里程，我们认为随着公司 EPC 收入规模扩大，EPC 业务毛利率有望逐步超过钢结构业务。由于 EPC 业务人均产值明显好于钢结构分包业务，我们预计其费用率表现亦好于传统钢结构业务。建筑公司周转率主要与回款速度相关，EPC 模式下钢结构公司直接向工程业主而非总承包商收款，减少了一道压款环节，理论上可加快回款节奏，但在收入放量初期，项目开支偏大但形成业主可确认的工程收入较少，因此可能导致周转暂时下降。我们认为在稳态阶段，EPC 业务的 ROE 有望高于钢结构分包业务。

图 12：代表性公司钢结构业务和总承包业务毛利率对比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：2010-2020 年钢结构龙头公司现金流与周转率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**新签合同 EPC 占比提升，大项目承接能力较强。**19 年公司获得房屋建筑工程施工总承包壹级资质后，先后中标了“临安区人民医院及妇幼保健院 EPC”、“杭州湾智慧谷二期项目 EPC”、“浙江萧山医院五期工程 EPC”、“桐庐县第一人民医院迁建 EPC”、“杭州国际博览中心二期 EPC”五个大型 EPC 项目，中标金额分别为 14.83 / 27.57 / 8.27 / 9.53 / 41.24 亿元，承揽大项目的能力较强。

表 4：公司近年来中标总承包项目概览

时间	项目名称	中标金额 (亿元)	占上年度营收比	工期 (天)	总建筑面积(万平方米)
2021.4.13	杭州国际博览中心二期 EPC 总承包项目	41.24	44.55%	1730	45.41
2021.1.4	绍兴市镜湖科技城(一期)科创大厦 A,B EPC 总承包项目	4.25	4.59%	900	7.65
2020.05.19	桐庐县第一人民医院迁建 (EPC) 总承包项目	9.53	10.62%	1003	20.19
2020.05.08	浙江萧山医院五期工程 EPC 工程总承包	8.27	9.21%	540	12.74
2019.12.13	杭州湾智慧谷二期项目 EPC 工程总承包	27.57	31.71%	1656	46.22
2019.11.25	临安区人民医院及妇幼保健院迁建项目一期工程总承包	14.83	17.06%	1000	30.34
2019.05.06	杭州亚运会萧山区体育中心改造提升施工总承包项目	3.06	3.52%	480	4.53
2019.01.08	临安区西林小学新建 EPC 总承包项目	1.27	1.63%	223	3.31
2018.02.13	联合国地理信息展览馆工程总承包 EPC 项目	3.80	4.88%	180	-
2017.11.08	余姚机器人小镇城市客厅长三角千人创业中心总承包	2.74	4.78%	570	4.69
2017.10.10	萧山区南都小学新建工程施工总承包	1.44	2.52%	400	4.05
2017.08.29	温州郭溪高新技术产业园工程 EPC 项目	2.14	3.73%	150	-
2017.06.22	萧山科技城创业谷工程总承包项目	3.48	6.07%	866	7.91
	合计	123.62			

资料来源：公司公告、天风证券研究所

公司 2020 年新承接订单额中 EPC 占比已超 40%，EPC/高端钢结构有望相得益彰。19/20 年公司实现新签合同连续较高增长，20 年新签合同突破 100 亿元，且在新承接项目额（含已中标未签约项目）中，EPC 订单的占比已经达到了 42.5%，我们认为公司已逐步从传统钢结构分包龙头过渡到钢结构与 EPC 双轮驱动，后续 EPC 大单的逐步落地有望带动公司订单维持较高增速，对营收扩张形成较好支撑。

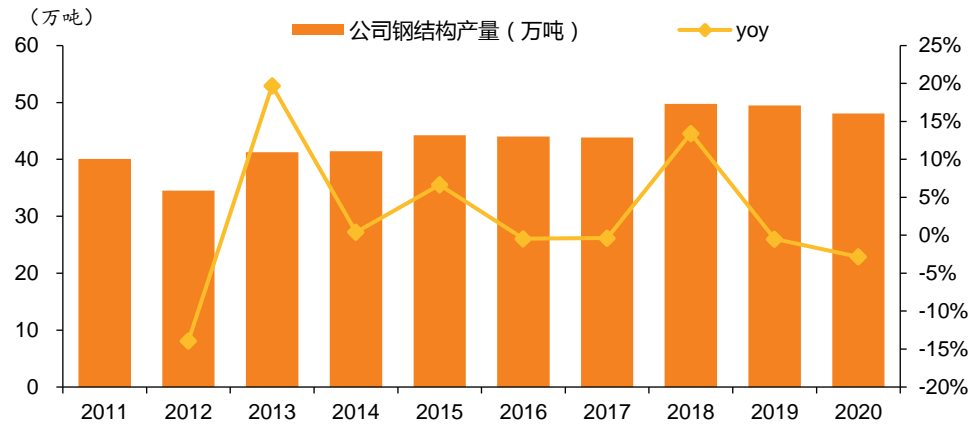
公司 2011-2020 年钢结构产品产量基本维持在 40-50 万吨左右，与收入增长并不同步，我们判断公司可能仅将技术含量较高的核心部件利用自有产能加工，而其余部件采用外包形式。2020 年 3 月公司公告拟投资 6 亿元新建年产 20 万吨新型装配式钢结构数字化工厂，我们认为在建成后，公司核心部件的制造能力有望进一步提升，带动公司接单能力提升。

表 5：公司公告新签订单情况

	2016	2017	2018	2019	2020
新签合同 (亿元, 不含中标)			56.01	84.58	112.18
yoy				51%	28.04%
新签项目 (亿元, 含中标未签约)	74.43	87.94	81.79	143.55	149.11
yoy		18.15%	-6.99%	75.51%	3.88%
EPC 订单 (亿元, 含中标未签约)					63.43

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：公司历史钢结构产品产量及同比增速



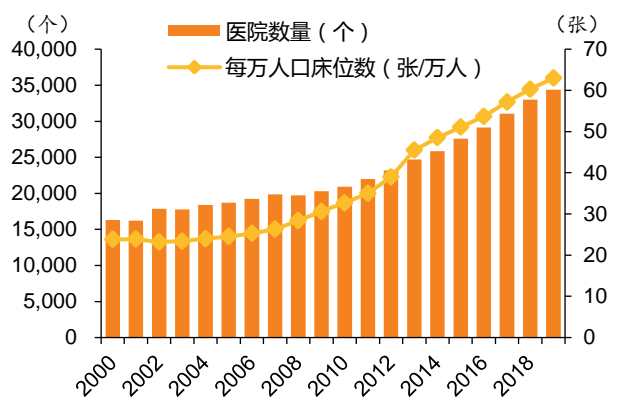
资料来源：Wind，天风证券研究所

### 执行差异化竞争策略，探索装配式医院“洼地”潜在机会

我们认为公司在 EPC 战略执行初期采取了差异化竞争策略，利用自身优势率先突破装配式 EPC 公建市场。根据上文表 4 可知，公司近年来所承接的 EPC 项目，项目类型以公建为主，其中学校、医院数量占比较高，结构形式以钢结构装配式为主，业主以政府端为主。我们认为公司在 EPC 战略起步期，在项目选择上充分发挥自身在钢结构领域的优势，顺应了政府公建+EPC+装配式的组合发展模式，相对于行业内的大型建筑央企和地方国企，形成了自身差异化的优势领域。

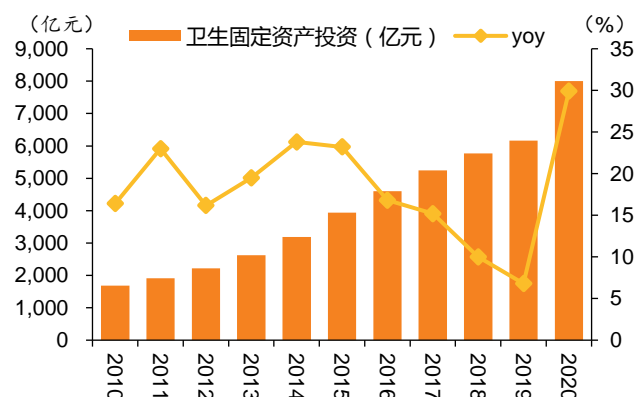
2020 年卫生类固定资产投资增速迈上新台阶，医院改扩建建设市场空间庞大。火神山和雷神山在疫情初期迅速落地建成，装配式钢结构为全国医院的改扩建提供一种新的建筑形式，有望有技术实力且有医院建设经验的大型钢结构企业提供广阔的市场空间。2015-2019 年全国医院数量稳定增长，每千人口床位数 2019 年达到 6.29 张，提前完成国务院办公厅提出的 2020 年每千人口床位数达到 6 张的目标。2010-2020 年，我国卫生固定资产投资从不到 1700 亿元增至超 8000 亿元，CAGR+16.9%，其中 2020 年疫情提升了政府对公共卫生投资的重视程度，当年卫生固定资产投资增速达到 29.9%，为 2010 年以来的最高值。2019 年全国医院机构数达到 3.44 万个，每万人床位数达到 63 张，相比 2000 年分别增长了 111% 和 165%，但根据世界银行的数据，2018 年日本和韩国的每万人床位数已经达到 130/124 张，我国与人口同样较为稠密的邻国相比，医疗设施数量仍有较大的提升空间。我们认为疫情可能成为医疗基础设施投资的催化剂，后续卫生固定资产投资增速有望维持在稳定较高的水平。

图 15：2015-2019 年全国医院数量及每万人口床位数



资料来源：国家统计局、天风证券研究所

图 16：2013-2017 年医院固定资产投资完成额

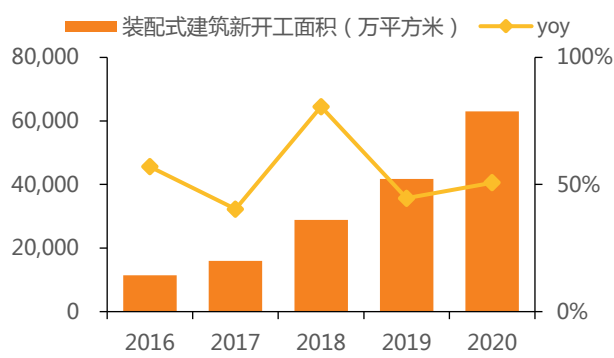


资料来源：国家统计局、天风证券研究所

**政策加码提速装配式建筑比例，装配式医院成长空间广阔。**2016 年国务院在《关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》中提出，力争用 10 年左右时间（即 2025 年前后），使装配式建筑占新建建筑的比例达到 30%。2017 年住建部在《“十三五”装配式建筑行动方案》中提出到 2020 年，全国装配式建筑占新建建筑的比例达到 15%以上。地区规划例如深圳市住建局 2017 年特别提出医院等公共建筑项目率先推进装配式建筑。2020 年 7 月，在多部委联合外发的《关于印发绿色建筑创建行动方案的通知》中提出，大力发展钢结构等装配式建筑，新建公共建筑原则上采用钢结构。

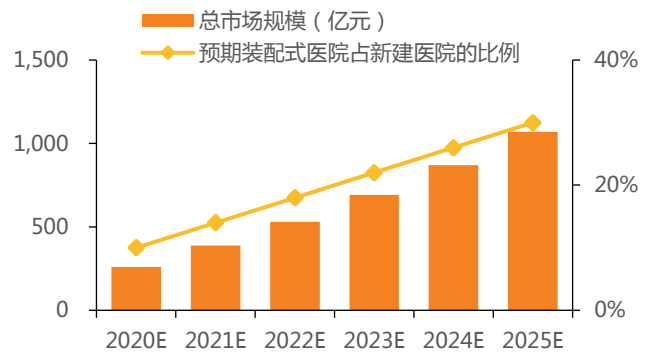
根据住建部数据，近年来装配式建筑新开工面积增速均保持在 40%以上，2020 年新开工装配式建筑面积同比增速达 50%，渗透率达到 20.5%，超额完成十三五目标。但我们预计装配式医院的渗透率目前低于建筑业总体渗透率，距离目标仍存在大量空间，高速增长步伐仍有望持续。根据卫生健康事业发展统计公报和综合医院建设标准公布的数据测算装配式医院市场空间，预计 2020 年装配式医院市场规模接近 260 亿元，2025 年市场规模超过 1000 亿元。

图 17：2016-2020 年装配式建筑新开工面积及增速



资料来源：国家统计局、住建部、天风证券研究所

图 18：2020-2025 装配式医院市场空间测算



资料来源：卫生健康事业发展统计公报、综合医院建设标准、天风证券研究所

表 6：装配式建筑相关政策及其要点

时间	相关政策	要点
2016/2/6	《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的比例达到 30%。
2016/8/23	《2016-2020 年建筑业信息化发展纲要》	加强信息技术在装配式建筑中的应用。
2016/9/30	《国务院办公厅关于大力发展装配式建筑的指导意见》	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%。
2017/01/20	深圳市住建局《关于加快推进装配式建筑》	政府投资建设的学校、医院等公共建筑项目，率先推进装配式建筑。
2017/2/24	《国务院办公厅关于促进建筑业持续健康发展的意见》	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%。
2017/3/1	《建筑节能与绿色建筑发展“十三五”规划》	到 2020 年，城镇新建建筑中绿色建材应用比例超过 40%；城镇装配式建筑占新建建筑比例超过 15%。会同有关部门持续推动节约型学校、医院、科研院所建设，积极开展绿色校园、绿色医院评价及建设试点
2017/3/23	《“十三五”装配式建筑行动方案》	到 2020 年，全国装配式建筑占新建建筑的比例达到 15%以上
2017/12/12	《装配式建筑评价标准》	建立了装配式建筑评价的指标体系。
2019/3/11	《住房和城乡建设部建筑市场监管司 2019 年工作要点》	开展钢结构装配式住宅建设试点，推动成熟的钢结构装配式住宅建设体系。
2020/2/24	《工业建筑改造为方舱医院的建设运营技术指南（试行）》	方舱医院的建设优先考虑装配式、轻型结构。

资料来源：中华人民共和国中央政府网，中华人民共和国住房和城乡建设部网，深圳市建筑产业化协会，住房和城乡建设部住宅产业化促进中心，天风证券研究所

**叠加控股股东医院运营经验，承接医院类项目优势显著。**公司控股股东浙江东南网架集团有限公司与萧山区人民政府共同投资建设国家三级乙等医院浙江萧山医院，萧山医院是以萧山区妇幼保健院及萧山区第五人民医院为基础，按卫生部三级甲等医院标准组建的非营利性（事业性质）医院。凭借大股东在萧山医院的建设及运营方面的成功经验，我们认为公司在承接医院类 EPC 项目中具备竞争优势。

**项目案例积累经验丰富，拓展多种建设模式，致力于成为新型装配式医院第一品牌。**公司作为装配式建筑龙头企业，已经形成完整的装配式钢结构建筑集成体系，通过承建浙江萧山医院项目、上海东方医院扩建项目、上海仁济医院项目、磐安县人民医院 PPP 项目、浙江大学医学院附属邵逸夫医院项目、临安区人民医院及妇幼保健院迁建项目等等多个医院类装配式建筑项目，将装配式与 EPC 相融合发展，积极探索运用 EPC 模式，适度开发 PPP 项目。我们认为公司在医院建设领域已经形成了较多工程业绩和技术储备。

表 7：公司过往承接的医院类项目（不完全统计）

时间	项目名称	合同金额（亿元）	项目总建筑面积（万平方米）	单位面积造价（元）
2020/5/20	桐庐县第一人民医院迁建工程设计采购施工（EPC）总承包项目	9.53	20.19	4,720.91
2020/5/8	浙江萧山医院五期工程 EPC 工程总承包	8.27	12.74	6,488.44
2019/11/25	临安区人民医院及妇幼保健院迁建项目一期工程总承包项目	14.83	30.34	4,888.09
2019/1/15	磐安县人民医院医技综合楼 PPP 项目社会资本投资方采购项目	2.50	3.40	7,341.88
2017/11/1	上海交通大学医学院附属仁济医院迁建工程钢结构工程分包	0.43		
2014/11/4	上海东方医院改扩建项目工程	1.26		

资料来源：公司公告、天风证券研究所

**疫情催化公立医院建设潮，公司装配式医院主要项目地江浙沪未来机会众多。**公司主要承接项目在华东发达地区，根据住建部全国装配式建筑发展情况统计，2020 年上海市装配式建筑新开工面积占比达 91.7%，北京市 40.2%，天津市、江苏省、浙江省、湖南省和海南省均超过 30%。在此次疫情的催化下，越来越多的地方会加入医院建设行列，《苏州市三级三甲医院建设方案》拟提出“十四五”期间三级医院数量增长 50%、三甲医院新增 10 家；2019 年杭州规划市区医院总数近期展望 2020 年 94 所，其中新增医院 14 所；至 2035 年达到 142 所，其中新增医院 62 所，公司未来在装配式医院项目潜在机会众多。

表 8：杭州市区医疗卫生设施布局规划

	近期展望 2020 年	远期展望 2035 年
新增医院（所）	14	62
扩建/迁建医院（所）	80	80
医疗机构床位规模（万张）	7.5	11.5
医疗机构用地规模（万平方米）	600	960

资料来源：杭州市人民政府、天风证券研究所



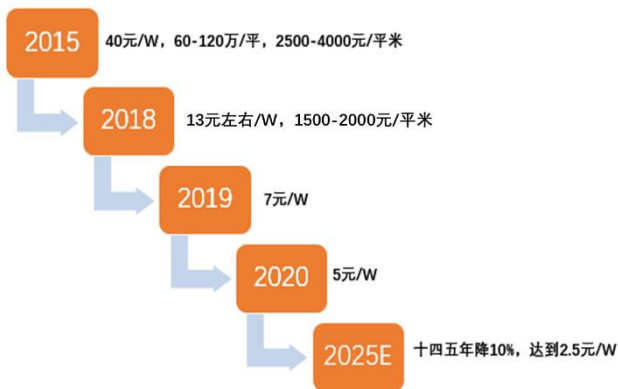
## 拟收购福斯特新能源，开启“EPC+BIPV”新战略

### 经济性&商业模式改善，BIPV 十四五市场有望放量增长

我们在 2021 年 4 月 1 日外发《BIPV-打开碳中和背景下建筑建材新蓝海》深度报告，报告中我们认为，当前 BIPV 市场有望迎来快速发展，核心驱动因素是 BIPV 单位系统投资的下降带来财务回报的明显改善，以及商业模式改善带来的长周期投资风险的下降。（此处仅叙述结论，具体论证方式请参考上述深度报告）

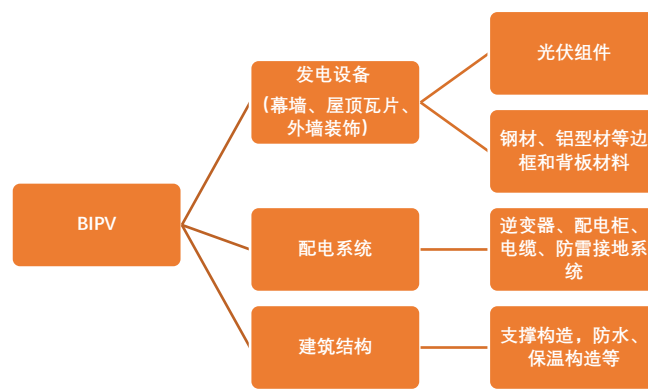
2020 年 BIPV 系统初始投资或已低至 5 元/w，十四五阶段仍有较大的下降空间。2018 年 6 月，赫里欧发布的第二代智能 BIPV 产品，系统造价仅为 4.5-5 元/w，根据中国 BIPV 联盟的数据，十三五期间我国 BIPV 的系统造价（包含材料和人工）降幅达到 90%，而十三五期间我国 BIPV 的系统造价（包含材料和人工）降幅达到 90%。根据我们在《BIPV-打开碳中和背景下建筑建材新蓝海》中的测算，在 5 元/w 的初始投资下，对于电价较高的工商业项目，对于不同类型的投资主体，BIPV 项目的理论投资回报率基本都可以做到 12%以上，具备较好的可行性。若十四五阶段 BIPV 的初始投资能够持续下降，在系统投资降至 3 元/W 左右时（按 BIPV 联盟的预测方法，实现时间可能在 2023-2024 年），BIPV 分布式电站在直接平价上网的情况下，或也能具备较好的财务可行性。

图 19：BIPV 系统建造成本近年来不断下降



资料来源：中国 BIPV 联盟、天风证券研究所

图 20：BIPV 系统组成



资料来源：国际太阳能光伏网、天风证券研究所

“隔墙售电”试点有望带来商业模式的突破，助力 BIPV 加速推广。分布式光伏的商业模式的核心在于电力消纳模式和项目建设的投融资模式，由于在当前初始投资水平下，直接平价上网尚不具备经济可行性，因此自发自用和隔墙售电等方式更适合分布式光伏的电力消纳，但其随之带来了自发自用模式下长周期内的需求、价格和回款稳定性风险。尽管自 2017 年起，国家层面即开始推行分布式发电的市场化交易及隔墙售电，但“过网费”核定等难点使得 17-19 年间隔墙售电推进缓慢。2020 年 3 月江苏明确在 7 各区域开展隔墙售电试点，并发布《江苏分布式发电市场化交易及电网企业输配电服务三方合同（示范文本）》，我们认为若后期隔墙售电模式能够取得突破和推广，BIPV 市场有望进一步提速增长。

表 9：分布式光伏电站与集中式光伏电站各环节的比较

	集中式光伏电站	分布式光伏电站
项目前期	征地，并网等手续，较为容易	面临屋顶租用，电网接入，确定用户等问题，不确定性较高
资金筹措	项目规模大，建设运营较为简单，电量直接接入电网，融资较为容易	规模小，建设运营都较为复杂，电量用户存在不确定性，融资难度较大，不确定性高
建设期间	技术成熟，难度小	需要考虑屋顶自身特性，涉及到承重、防雷、防火、防塌陷、防水、保温等，施工难度大，不确定性高
运营期间	考虑灰尘等影响，影响因素较少	考虑灰尘等影响，同时考虑屋顶的安全，电力的销售等问题，不确定性较高
电费收取	电网公司按月支付，资金能够及时到位	从电力用户收取，存在电费之后，甚至拖欠电费的可能。同时面临电力用户频繁改变的问题，不确定性较高
转让	涉及到股东、电网公司，较为容易	涉及到屋顶所有者，电量公司，电网公司，合同能源管理服务公司等多个相关者，转让难度较大，不确定性较高

资料来源：国家可再生能源中心 CNREC《中国分布式光伏投融资机制研究》、天风证券研究所

若 2025 年我国光伏新增装机中 50%来自于分布式，则 2025 年光伏新增装机中分布式的装机容量有望达到 45-55GW，20-25 年 CAGR24%-29%，若假设 25 年工商业分布式的新增装机占比达到 75%，则 25 年工商业新增装机容量或达 33.75-41.25GW，假设 2020 年的工商业分布式装机容量为 3GW，则 20-25 年新增装机 CAGR62%-69%。根据中国 BIPV 联盟的预测，至 2025 年 BIPV 在工业厂房新建屋顶分布式光伏项目中的渗透率有望达到 100%，即使保守假设工商业新增装机容量中 50%来自于工业建筑，2025 年工业建筑带来的 BIPV 市场也有望达到 16.88-20.63GW，20-25 年 CAGR88%-96%，若假设 2025 年工商业分布式新增装机全部使用 BIPV，2025 年 BIPV 市场的复合增长率有望达到 116%-125%，我们认为，即使从较为保守的假设出发，十四五阶段 BIPV 也有望取得较快的复合增长。

表 10：分布式及工商业分布式光伏装机容量预测表

		2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
光伏装机 (GW)	乐观	48.2	65	75	90	100	110
	保守	48.2	55	60	70	80	90
分布式装机占比		32.2%	35.8%	39.3%	42.9%	46.4%	50.0%
分布式装机容量 (GW)	乐观	15.52	23.24	29.49	38.59	46.44	55.00
	yoy	27.05%	49.76%	26.87%	30.86%	20.34%	18.43%
	保守	15.52	19.67	23.59	30.02	37.15	45.00
	yoy	27.05%	49.76%	26.87%	30.86%	20.34%	18.43%
工商业分布式占比		19%	31%	42%	53%	64%	75%
工商业分布式装机 (GW)	乐观	2.95	7.21	12.39	20.45	29.72	41.25
	yoy		144.35%	71.89%	65.14%	45.31%	38.79%
	保守	2.95	6.10	9.91	15.91	23.78	33.75
	yoy		106.76%	62.51%	60.55%	49.46%	41.94%

资料来源：CPIA、天风证券研究所

表 11：乐观情况下 BIPV 市场空间预测

BIPV 占工商业分布的比例	30%	50%	100%
BIPV 装机量 (GW)	12.38	20.63	41.25
20-25CAGR	77.12%	96.17%	125.34%
5 元/w 时 2025 年市场空间 (亿元)	618.75	1031.25	2062.50
2.5 元/w 时 2025 年市场空间 (亿元)	309.38	515.63	1031.25

资料来源：CPIA、天风证券研究所

表 12：保守情况下 BIPV 市场空间预测

BIPV 占工商业分布的比例	30%	50%	100%
BIPV 装机量 (GW)	10.13	16.88	33.75
20-25CAGR	70.15%	88.45%	116.47%
5 元/w 时 2025 年市场空间 (亿元)	506.25	843.75	1687.5
2.5 元/w 时 2025 年市场空间 (亿元)	253.13	421.88	843.75

资料来源：CPIA、天风证券研究所

### 渠道+安装+产品优化，建筑公司参与 BIPV 建设核心环节

BIPV 将光伏组件与建筑构造结合，具备了建材的属性。以屋顶 BIPV 为例，其代替了屋面的固有结构，其自身具备了建筑物屋顶的功能，已经具备了建材的功能，而传统 BAPV 是将光伏组件固定在既有建筑结构上，更类似于一个“家电”。因此 BIPV 组件一方面需要具备建材的功能，也需要建立类似建材的渠道。由于建筑物在外观、尺寸、功能等方面均具备定制化属性，BIPV 组件也需要满足建筑的定制化需求。而由于 BIPV 需要在设计阶段就进行统筹考虑，利用建筑和设计渠道更早切入，对 BIPV 厂商获取客户有望产生积极影响。

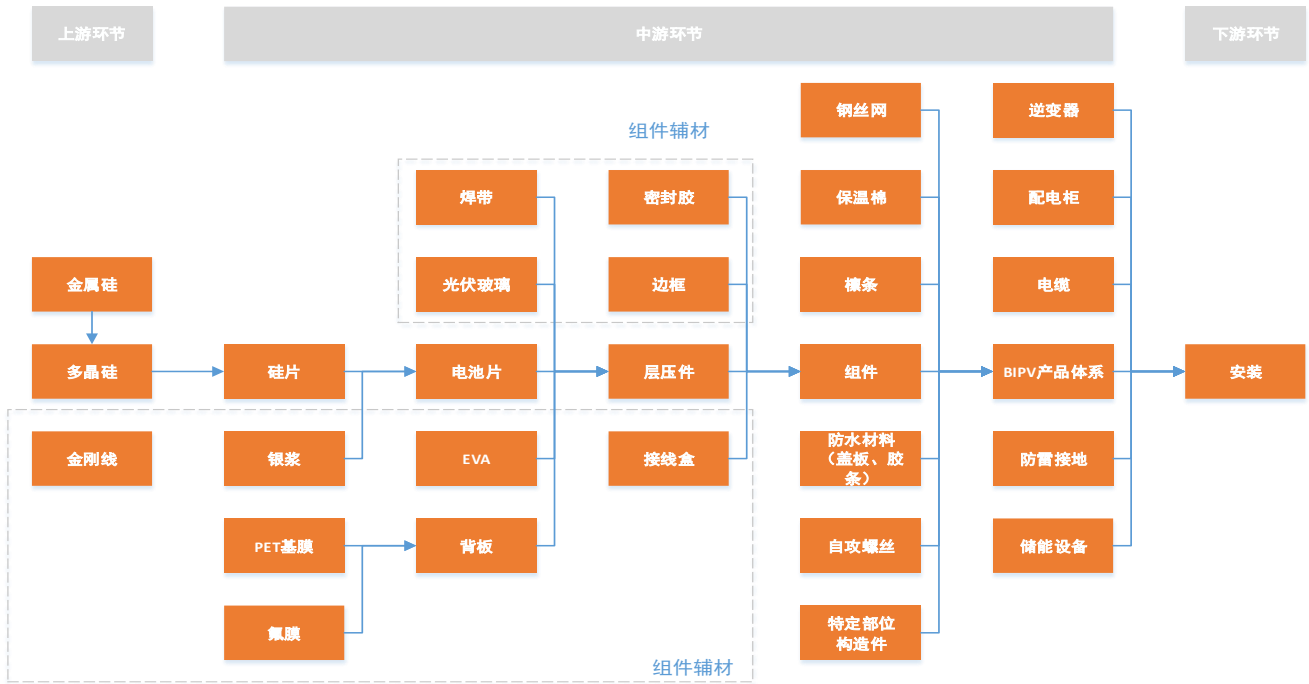
表 13：BIPV 与 BAPV 对比

	BIPV	BAPV
房屋建造过程参与度	高	低
组件标准化程度	需根据业主需求一定程度定制，如颜色，尺寸等	标准化程度高
切入时点	设计阶段需统筹考虑	选型可在后期完成
销售对象	业主、总包商	业主、总包商
定价方式	有一定灵活定价权	价格或较为透明

资料来源：索比光伏网、天风证券研究所

建筑建材企业有望主要参与产业链中后段的 BIPV 构造和安装环节。BIPV 产品主要由光伏组件和建筑构造组成，其中光伏组件的产业链与 BAPV 及集中式光伏电站组件类似，且是 BIPV 产品迭代和成本下降的主要环节。建筑建材企业主要参与产业链的后端，一方面通过对 BIPV 组件的建材化改造，使其满足建筑构造的要求，如设计满足搭接要求的边框、边缘防水构造、支撑构造、及在屋脊、女儿墙、烟道等部位的处理构造，而这是屋面、围护等专业施工企业的优势所在，因此理论上而言，BIPV 产品的设计过程需要建筑建材企业的参与，对于难以使用标准化 BIPV 构件的部分，也需要专业建筑公司提供专门的设计、产品生产和安装服务。总体而言，我们认为建筑公司虽然在整个 BIPV 产业链中贡献的价值量比例不高，但却参与到了 BIPV 产品的设计、安装服务和渠道拓展等关键环节，若建筑公司以 EPC 总包方身份完成 BIPV 项目，则可拓展自身在产业链上的获利空间。

图 21: BIPV 构件及安装产业链图谱



资料来源：索比光伏网、赫里欧官网、天风证券研究所

### 拟收购福斯特新能源 51%股份，打开新成长空间

公司 2021 年 4 月末公告，拟现金收购福斯特新能源 51%股权，且于 3 月末成立碳中和科技公司。福斯特是 A 股光伏 EVA 胶膜龙头，福斯特新能源是福斯特旗下负责分布式光伏电站投资运营的子公司，20FY 末净资产 1.94 亿元，20FY 营收 0.25 亿元，净利润 444 万元。福斯特新能源营收主要来自于售电收入，其商业模式为开发光伏电站和分布式电站，并通过运营电站获取电费收入，自身具备开发 BIPV 产品能力。

东南网架此前已有公共建筑屋面电站的建设经验，切入 BAPV 和 BIPV 市场不存在技术障碍，但在电站投运和合同能源管理商业模式领域能力相对欠缺，若成功收购福斯特新能源，公司有望形成 BIPV 领域的 EPC+投运的全产业链能力。除收购外，公司还通过自主投资成立子公司的方式，加大对 BIPV 领域的探索。2021 年 3 月 30 日公司成立浙江东南碳中和科技有限公司，主营业务涵盖新兴能源技术研发，太阳能发电技术服务，光伏设备及元器件制造等，我们认为该公司后续亦有望成为公司 BIPV 业务的重要载体。此前隆基股份通过大比例入股森特股份，开创了 BIPV 领域光伏+建筑公司股权合作的先河，公司切入 BIPV 市场的方式与隆基+森特的切入方式有所不同，我们认为主要因为公司 EPC 能力和在钢结构总包市场的影响力更强，且产业资源整合是公司的核心优势。

## 化纤产能稳定，产品涨价或带来盈利机会

公司化纤产能已进入稳定期，当前已不是公司核心业务，后续继续扩产可能性较低。公司2012年开始新建化纤产品产能，2015年起逐步产生营收，2017年后产能爬坡结束，基本处于满负荷生产状态，当前公司化纤产能合计50万吨，其中POY/FDY/聚酯切片产能分别为36.9/9.5/3.52万吨。2017-2020年间，公司涤纶长丝（POY/FDY）业务在部分年份产能利用率较低，我们判断主要受行业景气度影响，但总体仍处于较高水平，同时各年的产销率基本均处于90%以上的高水平。2018年后公司产能不再有增长，化纤业务的营收和利润波动主要受到产品价格和成本的影响，我们判断化纤目前已不是公司核心业务，未来扩产可能性较小。

表 14：公司化纤业务产销量数据

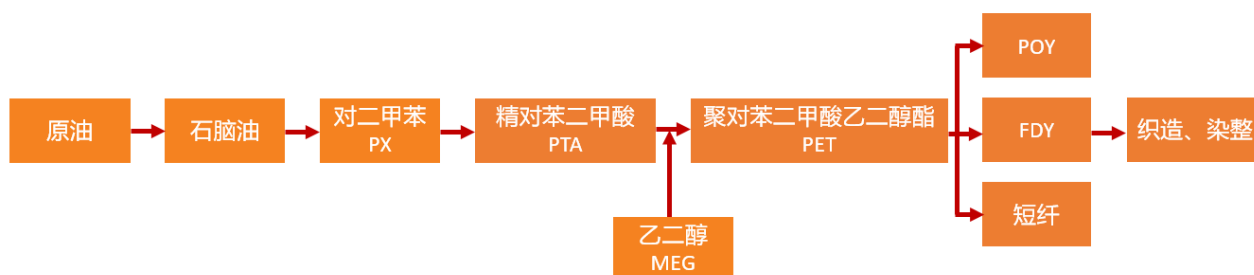
	2016	2017	2018	2019	2020
<b>POY</b>					
产能（万吨）	24.89	32.00	36.90	36.90	36.90
产量（万吨）	23.07	30.20	33.98	32.59	33.01
销量（万吨）	23.54	29.94	32.11	33.13	29.86
产能利用率	92.69%	94.38%	92.09%	88.32%	89.46%
产销率	102.04%	99.14%	94.50%	101.66%	90.46%
<b>FDY</b>					
产能（万吨）	14.36	9.60	9.50	9.50	9.50
产量（万吨）	7.22	9.18	8.82	8.20	8.82
销量（万吨）	7.08	9.20	8.25	8.02	8.66
产能利用率	50.28%	95.63%	92.84%	86.32%	92.84%
产销率	98.06%	100.22%	93.54%	97.80%	98.19%
<b>聚酯切片</b>					
产能（万吨）	5.07	8.10	3.52	3.52	3.52
产量（万吨）	5.07	8.10	3.52	3.84	3.87
销量（万吨）	5.38	7.95	3.71	3.87	2.46
产能利用率	100.00%	100.00%	100.00%	109.09%	109.94%
产销率	106.11%	98.15%	105.40%	100.78%	63.57%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司化纤业务利润主要受行业景气度及产品与原材料价差影响，2020年亏损较大，2021年有望实现盈利。涤纶长丝下游主要面对纺织行业，原材料以PTA和MEG为主，根据行业经验，单吨盈利指标以产品价格-0.865\*PTA价格-0.335\*MEG价格作为参考指标。公司16-20年化纤类业务净利润-28.41/49.31/42.37/0.93/-150.96百万元，2017年达产后利润变化趋势与产品、原材料价差变化趋势一致。2020年行情景气度受疫情影响大幅下挫，POY产品-原材料价差降至2016年以来新低，公司产能利用率和产销率亦处于历史低位，化纤业务出现大幅亏损，但随着全球疫情稳定，POY与FDY产品-原材料价差明显回暖，公司核心产品POY，前4月产品-原材料价差已明显超过18-20年同期，FDY也接近18年同期水平。我们认为若全年行业景气度持续，公司化纤业务净利润有望回升至17/18年水平附近。

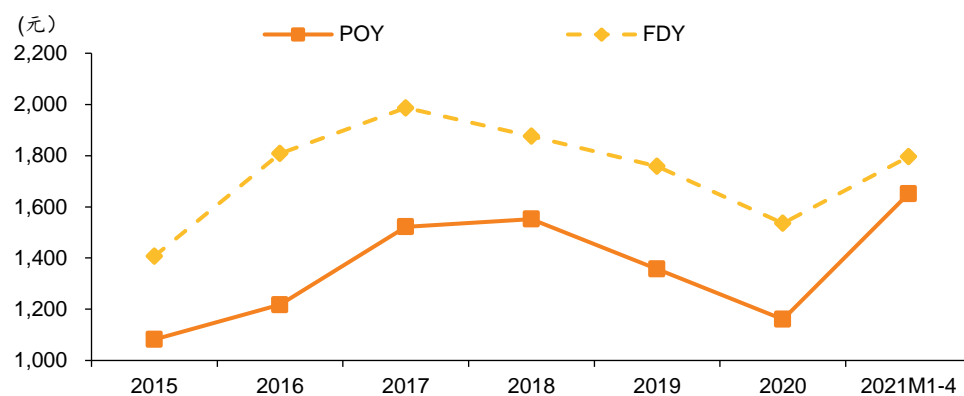


图 22：涤纶长丝产业链分布



资料来源：桐昆股份年报，天风证券研究所

图 23：POY、FDY 与 PTA、MEG 组合价差



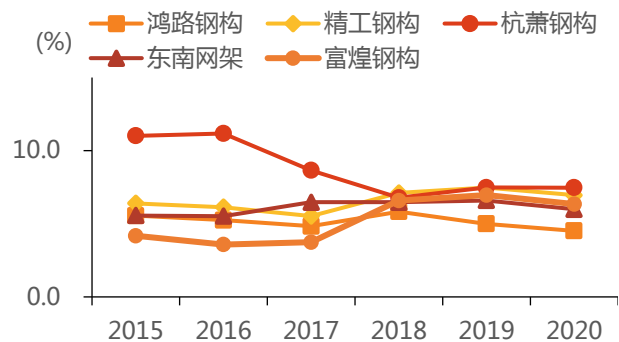
注：计算公式为 POY/FDY 均价-0.865\*PTA 均价-0.335\*MEG 均价，价格均采用华东平均价

资料来源：Wind，天风证券研究所

### 财务分析：盈利质量持续提升，费用管控处于行业优秀水平

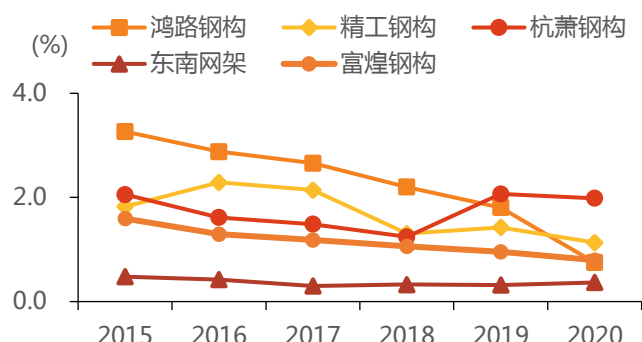
**费用管控优秀，期间费用率处于行业领先水平。**2015-2020 年公司期间费用率保持在 7%-8% 左右，处于可比公司中的较低水平，仅 2020 年略高于以钢结构制造为主的鸿路钢构。2020 年公司期间费用率 7.14%，同比降低 0.48pct，销售/管理/财务费用率为 0.37%/5.99%/0.77%，分别变动+0.05/-0.59/+0.06pct，2016 年以来，公司财务费用率总体呈现下降趋势。

图 24：2015-2020 年东南网架及可比公司管理费用率



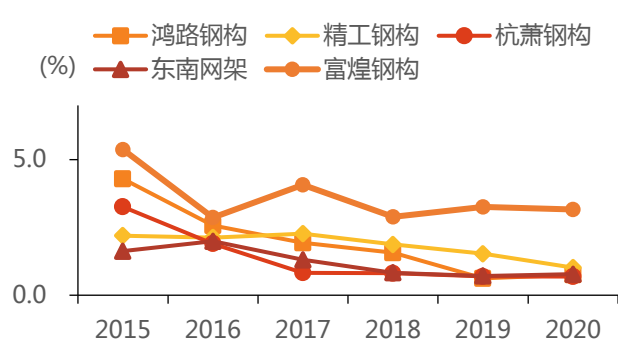
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 25：2015-2020 年东南网架及可比公司销售费用率



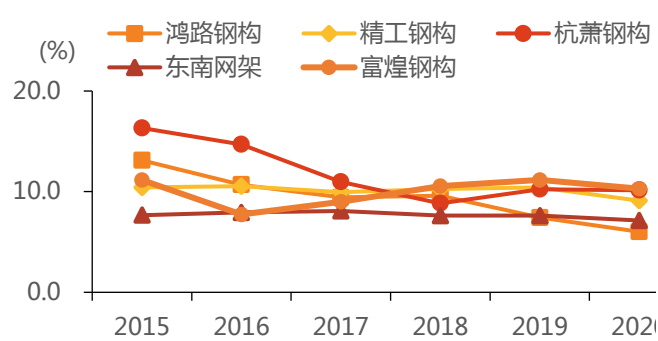
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 26：2015-2020 年东南网架及可比公司财务费用率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

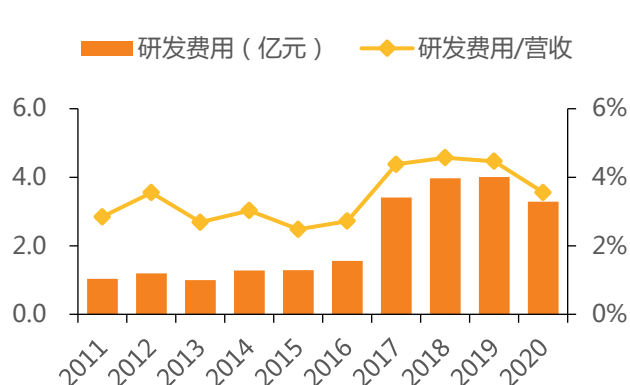
图 27：2015-2020 年东南网架及可比公司期间费用率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

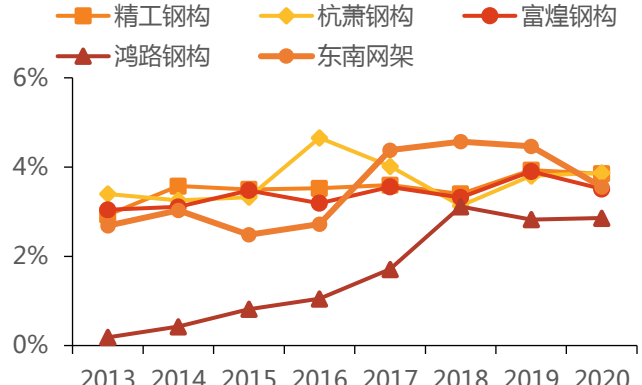
**充分重视技术研发，技术保持行业领先。**2011-2019 年期间，东南网架研发费用从 1.04 亿元增长至 4.01 亿元，研发费用占比从 2.84%提高至 4.47%，2020 年受疫情影响，公司适当降低了研发投入。公司 2017-2019 研发费用占营业收入的比重处于行业领先水平，我们认为与公司在重大/高难度钢结构工程技术攻关及装配式结构体系研发上投入较多有关。

图 28：2011-2020 年东南网架研发费用及占比营收情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

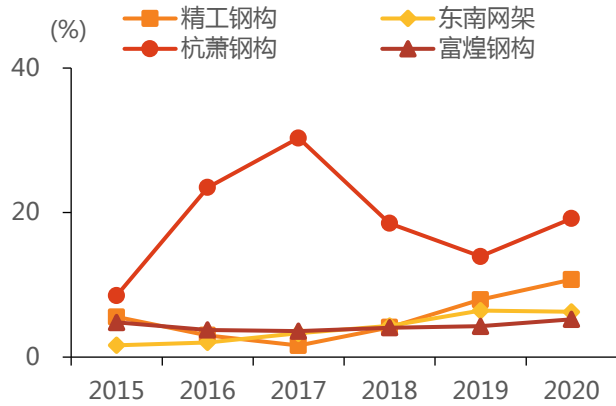
图 29：2013-2020 年可比公司研发费用占比营收情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

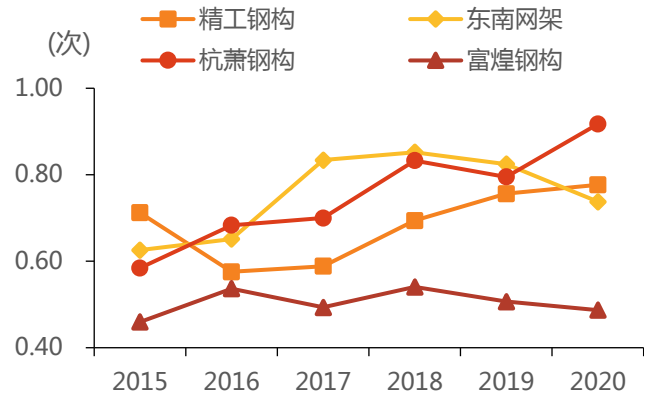
**资产周转良好，ROE 持续提升。**2015 年以来公司 ROE 整体呈现上升趋势，但在可比公司中处于偏低水平，我们认为 2019/2020 年公司整体 ROE 受到了化纤业务的拖累，若剔除化纤业务，公司整体净利率和 ROE 与商业模式类似的精工钢构或较为接近。2018 年后公司周转率有所下降但负债率有所上升，与精工钢构呈现的趋势有所不同，后续存在改善空间。

图 30：2015-2019 年东南网架及可比公司 ROE



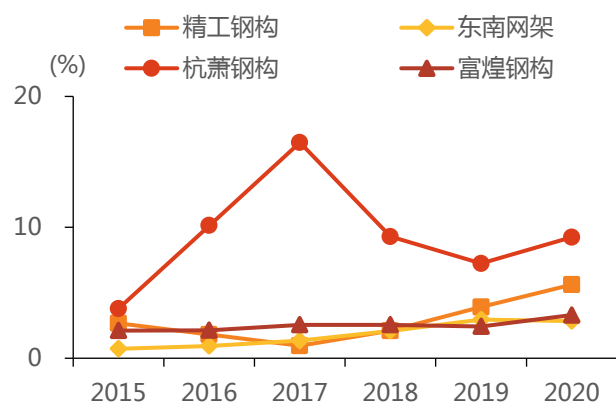
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 31：2015-2019 年东南网架及可比公司资产周转率



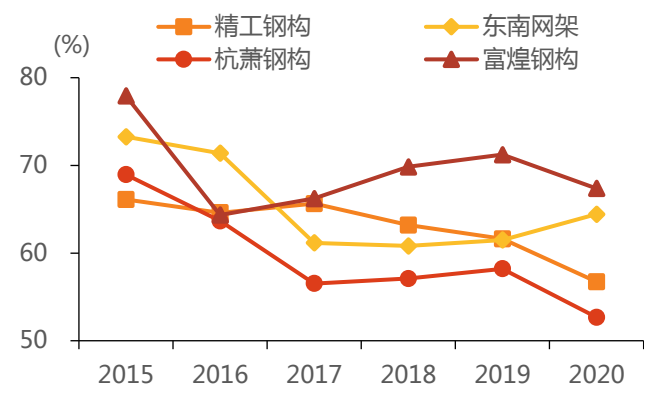
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 32：2015-2019 年东南网架及可比公司净利率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

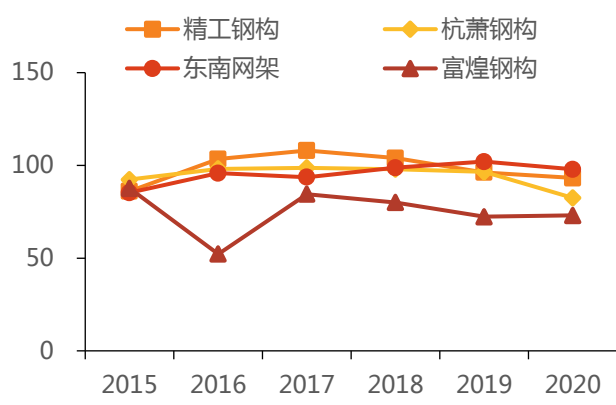
图 33：2015-2019 年东南网架及可比公司资产负债率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

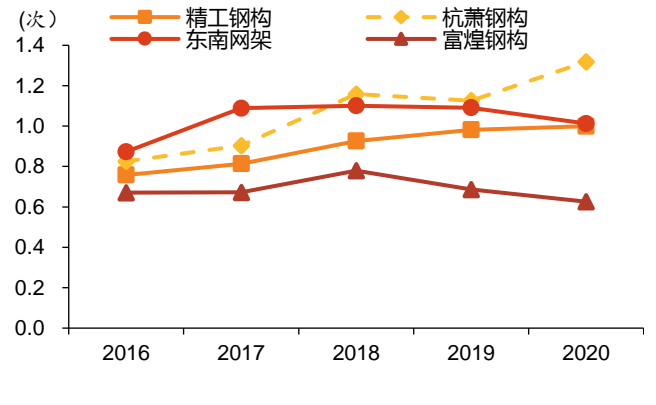
**现金流持续好转，营运能力有望增强。**17 年以来东南网架收现比持续好转，2019 年超过精工和杭萧，为可比公司中最高。建筑公司主要资产集中于流动资产（主要构成为营收账款+合同资产+存货），公司流动资产周转率处于行业相对较高水平，2020 年与精工钢构接近。我们认为尽管 EPC 放量初期公司周转指标可能受到一定影响，但考虑到《政府投资条例》对民企付款的制度性保障，我们预计后续公司周转和回款水平或较为稳定。

图 34：2015-2019 年东南网架及可比公司收现比



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 35：2015-2019 年东南网架及可比公司流动资产周转率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

## 盈利预测与估值

结合上文分析，我们对公司盈利预测做出如下核心假设：

**1) 钢结构业务：**钢结构是公司当前的核心业务，公司 19/20 年新签合同分别同比增长 51%/33%，20 年新签合同额达 112 亿元，且 20 年初宣布新建 20 万吨智能化生产线，我们认为公司在手订单饱满，新产线的投放也进一步增强了公司接单能力，在装配式持续受到政策推动的情况下，公司营收有望延续较高增长，预计 21-23 年钢结构业务收入增速 25%/18%/13%，随着公司钢结构业务智能化水平提升，且行业格局变化利于大企业提升集中度，我们预计公司钢结构业务毛利率有望逐步提升，预计 21-23 年 15.5%/15.6%/15.7%。

**2) 总承包业务：**公司自 2020 年起单独披露总承包业务，其是后续公司的战略转型重点。2020 年公司新承接合同额（含已中标未签约）中的 EPC 合同额已达到 63 亿元，2021 年以来又陆续承接了绍兴镜湖科技城（4.25 亿元）、杭州国际博览中心（41.2 亿元）等项目，在手订单充足，我们预计 EPC 业务有望展现高成长性，21-23 年营收增速有望达 150%/70%/50%。2020 年公司 EPC 确认收入体量较小，毛利率处于较低水平，参考精工钢结构，我们预计 EPC 收入大幅增长同时，有望带动毛利率提升，预计 21-23 年 EPC 毛利率 14%/14.3%/14.6%。

**3) 化纤：**涤纶长丝已不是公司的核心业务，我们预计公司后续产能稳定，今年以来 POY 产品-原材料价差已超过 18 年同期水平，而 FDY 也接近 18 年同期水平，我们预计 21 年公司化纤业务营收和毛利率有望和 18 年类似，而 22/23 年行业景气度或边际回落，公司营收和毛利率相应回落，预计 21-23 年化纤业务收入增速 70%/-5%/-3%，毛利率 7%/5%/4%。

**4) 其他：**公司其他业务历史营收在 1 亿元左右，历史毛利率在 40%-50%之间，我们按照历史情况，预计其他业务收入 21-23 年均 9500 万元左右，毛利率为 16-20 年平均 47.62%。其他收入仅 2020 年单独披露，我们预计 21-23 年不产生收入。

表 15：公司分项业务收入及毛利率预测表

		2019	2020	2021E	2022E	2023E
钢结构	营收（百万元）	5721.82	6037.76	7547.20	8905.70	10063.44
	yoy	16.46%	5.52%	25.00%	18.00%	13.00%
	毛利率	14.52%	15.47%	15.50%	15.60%	15.70%
总承包	营收（百万元）		671.49	1678.73	2853.83	4280.75
	yoy			150.00%	70.00%	50.00%
	毛利率		13.17%	14.00%	14.30%	14.60%
化纤	营收（百万元）	3132.99	2041.54	3470.62	3297.09	3198.17
	yoy	-14.41%	-34.84%	70.00%	-5.00%	-3.00%
	毛利率	4.37%	-2.65%	7.00%	5.00%	4.00%
其他	营收（百万元）	121.56	477.10	95.42	95.42	95.42
	yoy	5.48%	292.48%	-80.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	59.10%	21.24%	47.62%	47.62%	47.62%
其他收入	营收（百万元）		28.39	0.00	0.00	0.00
	yoy			-100.00%	0.00%	0.00%
	毛利率		15.67%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：Wind，天风证券研究所

**5) 费用端：**2020 年受到疫情影响，公司钢结构业务收入增速较低，化纤业务收入出现大幅下降，而费用支出相对刚性，导致 2020 年三费率较 2019 年有所上升，我们预计在 21 年公司收入恢复正常增长后，费用端规模效应有望延续 2019 年之前的趋势，财务/管理/

销售费用率有望较 2019 年逐步下降。资产减值损失方面，我们预计随着公司收入规模扩大，受信用减值损失增加的影响，公司总的资产减值损失或逐年有所增加。研发费用率方面，考虑到公司 2021 年总承包业务有望放量增长，从而带动分母端快速增加，而公司研发费用预算通常根据往年基数，不会大幅变动，预计公司后续研发费用率逐年提升，但或不会高于 19 年水平。

表 16: 公司核心费用指标预测表

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	0.32%	0.37%	0.30%	0.29%	0.28%
管理费用率	2.12%	2.43%	2.00%	1.90%	1.80%
财务费用率	0.71%	0.77%	0.56%	0.47%	0.34%
资产减值损失（总，百万元）	41.39	61.87	80.00	90.00	100.00
研发费用率	4.47%	3.56%	3.70%	3.80%	3.90%

资料来源：Wind，天风证券研究所

根据上述假设，我们预计公司 21-23 年归母净利润 5.97/7.24/8.98 亿元，对应 EPS0.58/0.70/0.87 元，21-23 年 CAGR+49%。公司 2020 年 7 月发布定增预案，拟募资 12 亿元用于补流和 EPC 项目，按当前市价计算需增加股本 1.9 亿股（当前股本 10.34 亿股），当前定增已进行至证监会反馈意见回复阶段，但由于发行价格未最终确定，因此上述盈利预测并未考虑股本增加的影响。

当前钢结构/化纤可比公司 2021 年 Wind 一致预期 PE15.8/10 倍，参考 2018 年的情况，我们预计 2021 年公司利润中化纤业务的贡献或在 10%左右，且随着公司工程业务的不断增长，后续化纤业务的利润占比或进一步降低。公司与森特股份是建筑行业最早尝试切入 BIPV 市场的公司，在隆基入股森特股份后，森特股份 PE 得到较大提升，当前对应 21 年 Wind 一致预期 PE45 倍。综合上述分析，我们认为可给予公司 21 年 15 倍 PE，对应目标价 8.7 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图 36: 可比公司估值表

	股票代码	股票简称	总市值（亿元）	当前价格（元）	EPS（元）				PE（倍）			
					2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
<b>钢结构</b>												
	002541.SZ	鸿路钢构	283.75	54.18	1.53	2.14	2.76	3.48	35.51	25.38	19.64	15.58
	600496.SH	精工钢构	85.75	4.26	0.32	0.40	0.50	0.61	13.23	10.62	8.56	6.96
	600477.SH	杭萧钢构	80.12	3.72	0.34	0.32	0.40	0.53	11.07	11.57	9.36	7.04
		平均							19.94	15.85	12.52	9.86
<b>化纤</b>												
	601233.SH	桐昆股份	518.58	22.67	1.24	2.42	2.95	3.42	18.22	9.38	7.68	6.64
	000703.SZ	新凤鸣	483.40	13.13	0.83	1.51	1.68	1.80	15.74	8.67	7.83	7.31
	600346.SH	恒力石化	2091.32	29.71	1.91	2.27	2.58	2.94	15.54	13.09	11.52	10.09
		平均							16.50	10.38	9.01	8.01
<b>BIPV</b>												
	603098.SH	森特股份	123.39	22.90	0.34	0.52	0.76	1.16	67.62	44.12	30.20	19.71
	002135.SZ	东南网架	64.96	6.28	0.26	0.58	0.70	0.87	23.99	10.83	8.97	7.22

注：数据截至 20210602 收盘，21-23 年预测 EPS 除东南网架为天风预测外，其余公司为 Wind 一致预测。

资料来源：Wind，天风证券研究所



## 风险提示

**化纤业务盈利波动超预期：**历史上看，涤纶长丝产品-原材料价差的波动对公司业绩影响较大，2020年公司化纤业务亏损额达1.5亿元，对利润影响显著。当前时点市场行情有利于公司化纤业务盈利恢复，但油价大幅上行对原材料端的影响，及疫情反复可能对需求产生的影响等风险仍存在，若化纤市场发生大幅波动，公司化纤业务仍可能产生亏损。

**钢价上行对公司工程业务盈利能力影响超预期：**钢材是钢结构企业最主要的原材料，21年以来钢材价格持续上行，尽管钢结构企业大部分订单为开口合同，但仍存在部分闭口合同，且业主相对强势，开口合同的调整时间或较长，最终调价幅度亦可能小于钢材实际涨幅，因此钢价上行可能对公司当期利润产生不利影响。

**EPC业务回款不及预期：**公司在发展EPC业务初期，已意识到EPC业务可能对现金流造成的压力，在战略选择上重点选择了江浙发达区域的装配式钢结构公共建筑，在《政府投资条例》下回款风险相对较小。但若地方政府支出压力增大，或项目受不可抗力出现公司拖延，仍存在对公司资金流造成压力的风险。

**BIPV业务推进不及预期：**公司当前的BIPV发展战略结合了公司的工程渠道、技术和福斯特的电站投运优势，理论上具备较强的市场竞争力和先发优势。但一方面，公司收购目前仍处于谈判阶段，存在一定不确定性，虽然公司自身亦具备BIPV业务能力，但若收购失败，可能导致公司BIPV推进慢于预期；另一方面，BIPV市场的发展仍受制于产品成本、成熟度、业主接受度、商业模式等因素制约，且行业具有较多潜在的新进入者，若市场放量不及预期，或市场竞争加剧超预期，公司BIPV业务存在推进不及预期的可能。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,168.40	1,481.87	2,047.91	2,425.74	2,823.69
应收票据及应收账款	3,293.86	3,313.59	4,574.80	5,526.57	5,252.08
预付账款	83.00	65.44	242.86	122.26	301.61
存货	3,741.97	1,431.28	5,351.29	2,681.38	6,219.99
其他	287.05	3,334.50	429.63	574.40	382.70
<b>流动资产合计</b>	<b>8,574.28</b>	<b>9,626.67</b>	<b>12,646.49</b>	<b>11,330.35</b>	<b>14,980.08</b>
长期股权投资	289.36	289.19	289.19	289.19	289.19
固定资产	1,638.07	1,655.42	1,730.52	1,790.16	1,836.87
在建工程	321.20	270.88	245.62	227.93	215.55
无形资产	200.98	1,174.19	1,175.42	1,176.34	1,176.94
其他	419.59	554.38	521.42	521.42	521.42
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,869.19</b>	<b>3,944.07</b>	<b>3,962.17</b>	<b>4,005.04</b>	<b>4,039.97</b>
<b>资产总计</b>	<b>11,443.47</b>	<b>13,650.09</b>	<b>16,688.02</b>	<b>15,414.74</b>	<b>19,099.40</b>
短期借款	1,737.02	2,287.77	2,290.83	2,263.36	1,609.40
应付票据及应付账款	4,461.07	5,231.76	7,901.77	6,484.01	9,623.22
其他	587.22	985.96	742.03	482.03	883.34
<b>流动负债合计</b>	<b>6,785.31</b>	<b>8,505.49</b>	<b>10,934.64</b>	<b>9,229.40</b>	<b>12,115.95</b>
长期借款	225.07	256.89	210.18	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	26.31	33.36	29.63	29.76	30.92
<b>非流动负债合计</b>	<b>251.38</b>	<b>290.24</b>	<b>239.81</b>	<b>29.76</b>	<b>30.92</b>
<b>负债合计</b>	<b>7,036.69</b>	<b>8,795.73</b>	<b>11,174.44</b>	<b>9,259.16</b>	<b>12,146.87</b>
少数股东权益	128.52	479.15	473.25	466.08	457.19
股本	1,034.40	1,034.40	1,034.40	1,034.40	1,034.40
资本公积	2,085.97	2,085.97	2,085.97	2,085.97	2,085.97
留存收益	3,243.86	3,470.81	4,005.92	4,655.09	5,460.94
其他	(2,085.97)	(2,215.98)	(2,085.97)	(2,085.97)	(2,085.97)
<b>股东权益合计</b>	<b>4,406.78</b>	<b>4,854.36</b>	<b>5,513.57</b>	<b>6,155.57</b>	<b>6,952.54</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>11,443.47</b>	<b>13,650.09</b>	<b>16,688.02</b>	<b>15,414.74</b>	<b>19,099.40</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	265.07	263.49	596.55	723.69	897.89
折旧摊销	200.65	204.76	108.93	117.13	125.07
财务费用	80.59	77.09	71.63	71.23	60.70
投资损失	21.33	21.62	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(617.59)	(2,559.14)	1.54	16.35	289.89
其它	370.14	2,436.69	(5.91)	(7.17)	(8.89)
<b>经营活动现金流</b>	<b>320.19</b>	<b>444.51</b>	<b>772.74</b>	<b>921.24</b>	<b>1,364.65</b>
资本支出	352.58	1,137.79	163.73	159.86	158.85
长期投资	(10.41)	(0.17)	0.00	0.00	0.00
其他	(860.49)	(2,159.63)	(323.73)	(319.86)	(318.85)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(518.32)</b>	<b>(1,022.01)</b>	<b>(160.00)</b>	<b>(160.00)</b>	<b>(160.00)</b>
债权融资	1,962.10	2,545.66	2,502.02	2,264.36	1,610.40
股权融资	(63.64)	(201.53)	58.38	(71.23)	(60.70)
其他	(1,724.05)	(1,625.74)	(2,607.10)	(2,576.54)	(2,356.39)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>174.41</b>	<b>718.39</b>	<b>(46.70)</b>	<b>(383.41)</b>	<b>(806.69)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(23.71)</b>	<b>140.89</b>	<b>566.04</b>	<b>377.83</b>	<b>397.95</b>

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>8,976.37</b>	<b>9,256.29</b>	<b>12,791.98</b>	<b>15,152.05</b>	<b>17,637.80</b>
营业成本	7,936.80	8,181.91	11,098.76	13,144.37	15,259.48
营业税金及附加	21.84	26.98	29.42	34.85	40.57
营业费用	28.57	34.16	38.38	43.94	49.39
管理费用	190.41	225.05	255.84	287.89	317.48
研发费用	401.00	329.81	473.30	575.78	687.87
财务费用	63.64	71.52	71.63	71.23	60.70
资产减值损失	(0.83)	(78.73)	(80.00)	(90.00)	(100.00)
公允价值变动收益	0.00	0.53	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(21.33)	(21.62)	0.00	0.00	0.00
其他	74.55	153.94	160.00	180.00	200.00
<b>营业利润</b>	<b>281.74</b>	<b>332.75</b>	<b>744.65</b>	<b>904.00</b>	<b>1,122.31</b>
营业外收入	22.93	4.54	5.00	5.00	5.00
营业外支出	1.92	2.60	2.00	2.00	2.00
<b>利润总额</b>	<b>302.75</b>	<b>334.69</b>	<b>747.65</b>	<b>907.00</b>	<b>1,125.31</b>
所得税	37.68	71.19	157.01	190.47	236.32
<b>净利润</b>	<b>265.07</b>	<b>263.49</b>	<b>590.64</b>	<b>716.53</b>	<b>889.00</b>
少数股东损益	(2.40)	(7.32)	(5.91)	(7.17)	(8.89)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>267.48</b>	<b>270.81</b>	<b>596.55</b>	<b>723.69</b>	<b>897.89</b>
每股收益(元)	0.26	0.26	0.58	0.70	0.87

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	3.24%	3.12%	38.20%	18.45%	16.41%
营业利润	48.99%	18.10%	123.79%	21.40%	24.15%
归属于母公司净利润	56.68%	1.25%	120.28%	21.31%	24.07%
<b>获利能力</b>					
毛利率	11.58%	11.61%	13.24%	13.25%	13.48%
净利率	2.98%	2.93%	4.66%	4.78%	5.09%
ROE	6.25%	6.19%	11.84%	12.72%	13.82%
ROIC	6.62%	6.66%	12.39%	14.57%	17.59%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	61.49%	64.44%	66.96%	60.07%	63.60%
净负债率	18.01%	21.91%	8.24%	-2.62%	-17.45%
流动比率	1.26	1.14	1.16	1.24	1.24
速动比率	0.71	0.97	0.67	0.95	0.73
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	2.82	2.80	3.24	3.00	3.27
存货周转率	2.55	3.58	3.77	3.77	3.96
总资产周转率	0.82	0.74	0.84	0.94	1.02
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.26	0.26	0.58	0.70	0.87
每股经营现金流	0.31	0.43	0.75	0.89	1.32
每股净资产	4.14	4.23	4.87	5.50	6.28
<b>估值比率</b>					
市盈率	24.32	24.03	10.91	8.99	7.25
市净率	1.52	1.49	1.29	1.14	1.00
EV/EBITDA	6.27	6.98	6.22	4.82	3.36
EV/EBIT	7.89	8.67	6.92	5.31	3.67

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

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