

2020.03.05

给华为 5G/台积电半导体添砖，为特斯拉车/苹果大数据加瓦

——钢结构系列 11

	韩其成(分析师)	陈笑(分析师)
	021-38676162	021-38677906
	hanqicheng8@gtjas.com	chenxiao015813@gtjas.com
证书编号	S0880516030004	S0880518020002

本报告导读：

政治局要求加快 5G/数据中心等新基建建设，钢结构新基建应用将显著增强，老基建受益人口城镇化和消费升级，装配式/总包商业模式升级，看好钢结构行业前景。

摘要：

政治局要求加快 5G/数据中心等新基建建设，高科技新基建拉动钢结构需求。1)钢结构有四大方向，轻钢做产业升级的高科技厂房、重钢做医院学校等满足人口城镇化需求的公共建筑、空间钢做高铁站新基建和消费升级的音乐厅歌剧院体育馆等、住宅钢结构；2)高科技新基建等领域厂房往往有大跨度/大空间/大载荷/多夹层/抗震强等需求，钢结构方可胜任；3)轻钢收入占比精工钢构 58%/鸿路钢构 23%/东南网架 19%/杭萧钢构 16%；东南网架/精工钢构/杭萧钢构均有轻型钢结构工程设计专项甲级；精工钢构有 JR4 预冲孔屋面系统，龙头钢构在高科技领域均有丰富的施工经验。

精工钢构承接了华为 5G、苹果数据中心等诸多新基建项目。精工钢构承接了多个重要新基建项目彰显实力强：1)华为 5G 实验室钢结构工程(2017-18 年两次承接)；2)苹果数据中心，苹果在中国的第二个大数据中心，精工钢构 5 天实现 A0 区域封闭/1 个月完成 3000 吨构件安装；3)阿里数据张北数据中心，中国绿色节能数据中心，应用全钢框架结构；4)中芯国际绍兴项目：绍兴集成电路小镇的关键项目，应用大跨度钢结构滑移方案。

东南网架/富煌钢构/鸿路钢构承接台积电/三星/中芯半导体、特斯拉/宁德时代新能源汽车等新基建项目。1)东南网架承接中国天眼、江门中微子实验探测器等项目；2)富煌钢构承接杭州中芯晶圆半导体大硅片项目、南京台积电 12 英寸晶圆厂与设计服务中心一期、宁德新能源湖西产业园区码产业园、三星(中国)半导体 12 英寸闪存芯片二期生产栋项目钢结构工程等项目；3)鸿路钢构承接宁德时代湖西锂离子电池扩建、济南超算中心科技园等项目；4)上海建工建设特斯拉临港超级工厂一期特斯拉。

受益新基建和老基建需求拉动，钢结构将迎来黄金 10 年和建筑史第三次 α 翻倍行情。推荐精工钢构/东南网架/鸿路钢构/富煌钢构/杭萧钢构。1)国内钢结构渗透率 7%而发达国家 30%，随着环保制约和人力成本上升，加之装配式和钢结构住宅等政策推动，叠加上述新基建和受益人口城镇化和消费升级老基建的需求拉动，钢结构渗透率将持续提升迎来黄金 10 年；2)龙头公司技术和商业模式上持续升级业绩进入持续爆发期，技术上升级装配式，商业模式上杭萧钢构技术包升级到电商，鸿路钢构优化制造成本优势，精工钢构/东南网架/富煌钢构从专业分包升级到 EPC 总包；4)建筑史前 2 次 α 行情龙头金螳螂和东方园林估值涨到 34-37 倍，精工钢构历史两次行情估值涨到 33-99 倍，目前估值仍有很大提升空间。

风险提示：总包/装配式推进不及预期、传统建造方式的桎梏等

评级： **增持**

上次评级： 增持

细分行业评级

土木工程建筑业	增持
钢结构工程	增持

相关报告

建筑工程业《本轮基建行情持续时间、上涨幅度、标的选择》

2020.03.02

建筑工程业《基建趋势行情来临央企最稳健、钢结构最具前景、设计最前端》

2020.03.01

建筑工程业《钢结构估值最高有 2 倍以上提升潜力》

2020.02.27

建筑工程业《基建春天来临，钢结构弹性最大，基建央企最稳健》

2020.02.26

建筑工程业《钢结构将迎建筑史第三次 α 翻倍行情》

2020.02.25

每日免费获取报告

1. 每日微信群内分享**7+**最新重磅报告；
2. 定期分享**华尔街日报**、**金融时报**、**经济学人**；
3. 和群成员**切磋交流**，对接优质合作资源；
4. 累计解锁**8万+**行业报告/案例，**7000+**工具/模板

申明：行业报告均为公开版，权利归原作者所有，小编整理自互联网，仅分发做内部学习。

截屏本页，微信扫一扫
或搜索公众号“尖峰报告”
回复<进群>，加入微信社群

限时赠送“2019行业资料大礼包”，关注即可获得



目 录

1. 投资策略：推荐精工钢构/东南网架/鸿路钢构/富煌钢构/杭萧钢构	3
2. 部分钢结构公司高科技新基建类订单统计	3
3. 部分钢结构公司近期重点报告	6
4. 风险提示	9

1. 投资策略：推荐精工钢构/东南网架/鸿路钢构/富煌钢构/杭萧钢构

钢结构具体详细逻辑请参见 2 月 18 日 70 页深度《技术优化助钢结构渗透率 4 倍提升，商业模式升级催翻倍行情》

钢结构行业增速最快最具前景，推荐东南网架/精工钢构/鸿路钢构/富煌钢构/杭萧钢构。

- 东南网架：2019 年业绩增速 57%(业绩快报)、新签订单增速 51%，未来 2 年复合业绩增速约 40%，总包在区域及行业层面有重大突破、医院总包领域实力强；承接了中国天眼、江门中微子实验探测器等多个重要新基建项目；
- 精工钢构：GBS 体系覆盖最全面、PSC 技术创新业内唯一、装配化率可高达 50-95%；2019 年业绩预增 109-131%；2019 年亿元以上新签订单增速 30%；未来 2 年业绩增速近 30%；承接了华为 5G 实验室钢结构工程、苹果数据中心、阿里数据张北数据中心、中芯国际绍兴项目等多个重要新基建项目；轻钢收入比重角度 58%最高；
- 鸿路钢构：钢结构加工制造龙头，2019 年业绩增速 30%(业绩快报)；2019 年新签制造类订单增速 58%，产能将扩至 400 万吨同业第一；承接了宁德时代湖西锂离子电池扩建、济南超算中心科技园等项目；
- 富煌钢构：同业唯一特级资质，钢结构住宅占比最高；承接了杭州中芯晶圆半导体大硅片项目、南京台积电 12 英寸晶圆厂与设计服务中心一期、宁德新能源湖西产业园区码产业园、三星(中国)半导体 12 英寸闪存芯片二期生产栋项目钢结构工程等项目
- 杭萧钢构：技术授权签约超百家，引领绿色电商模式。

表 1：部分钢结构上市公司盈利预测表

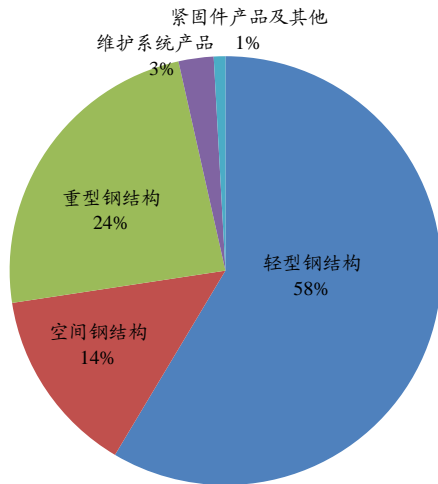
证券简称	收盘价 (0304)	EPS			净利增速			PE			PB	市值 (亿元)	评级
		2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E			
鸿路钢构	15.4	0.79	1.03	1.26	99	30	22	19.5	15.0	12.2	1.6	81	增持
精工钢构	4.21	0.1	0.22	0.28	193	121	28	42.1	19.1	15.0	1.5	76	增持
富煌钢构	7.87	0.25	0.3	0.43	17	20	46	31.5	26.2	18.3	1.2	26	增持
杭萧钢构	4.71	0.26	0.2	0.25	-26	-22	24	18.1	23.6	18.8	3.0	101	谨慎增持
东南网架	7.88	0.17	0.26	0.41	65	57	58	46.4	30.3	19.2	1.9	82	增持

数据来源：公司公告，wind，国泰君安证券研究

备注：涨幅、净利增速单位为百分比（%），EPS 单位为元/股，收盘价单位为元。

2. 部分钢结构公司高科技新基建类订单统计

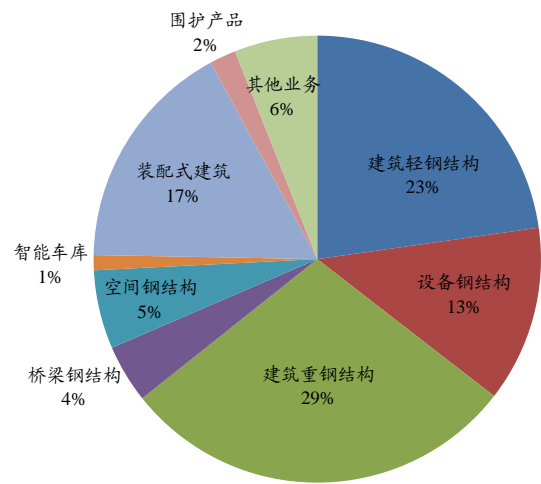
图 1: 精工钢构轻钢业务收入占比约 58%



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

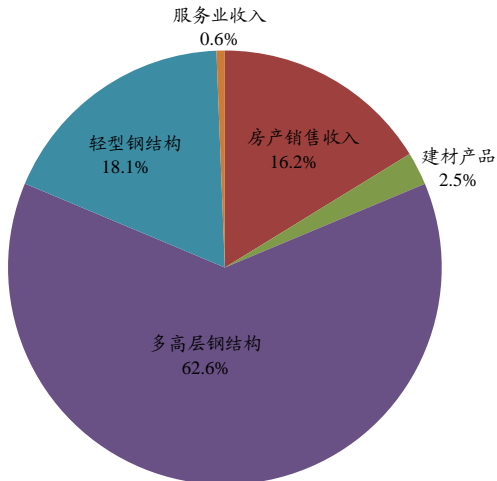
备注: 精工钢构轻钢业务收入占全部钢结构业务收入比重约 61%; 鸿路钢构轻钢业务收入占全部钢结构业务收入比重约 25%。

图 2: 鸿路钢构轻钢业务收入占比约 23%



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

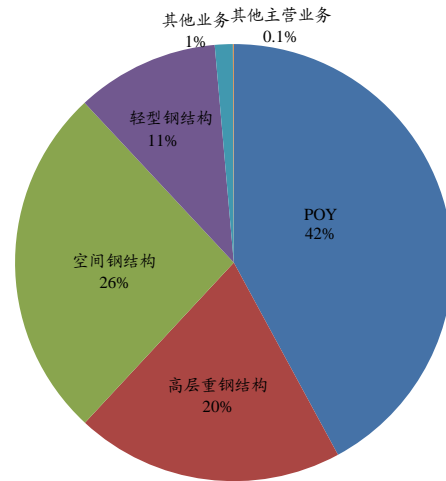
图 3: 杭萧钢构轻钢业务收入占比约 18%



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

备注: 杭萧钢构轻钢业务收入占全部钢结构业务收入比重约 22%; 东南网架轻钢业务收入占全部钢结构业务收入比重约 19%，东南网架在不同口径下有一定差异因其 POY 业务占比较高。

图 4: 东南网架轻钢业务收入占比约 11%



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

表 2: 东南网架承接过较多高科技新基建类的轻钢项目

公司	公告日期	项目名称	合同金额 (亿元)
东南网架	2017.11.8	余姚机器人小镇城市客厅长三角千人创业中心项目	2.74
东南网架	2017.9.20	中国科学院高能物理研究所江门中微子实验探测器部分项目制作与安装	0.59
东南网架	2017.8.29	温州郭溪高新技术产业园工程 EPC 项目	2.14
东南网架	2017.6.22	萧山科技城创业谷项目	3.48
东南网架	2016	中国天眼(500 米口径球面射电望远镜, 世界上口径最大的单天线射电望远镜之一, 我国九大科技基础设施之一)	—

数据来源: 公司公告, 公司官网等, 国泰君安证券研究

表 3: 精工钢构承接过较多高科技新基建类的轻钢项目

公司	公告日期	项目名称	合同金额 (亿元)
----	------	------	-----------

精工钢构	2018.6	华为研发实验室（一期）项目 5G 实验室钢结构工程	——
精工钢构	2017	华为研发实验室（一期）项目钢结构分包工程（一标段） 备注：宝冶钢构公司承接二标段	——
精工钢构	2017	国家网络安全人才与创新基地展示中心	——
精工钢构	2016	杭州市滨江区物联网产业孵化器项目	——
精工钢构	2016	绿色集成建筑科技产业园（一期）项目	——
精工钢构		苹果数据中心、阿里数据张北数据中心、中芯国际绍兴项目等	——

数据来源：公司公告，公司官网等，国泰君安证券研究

表 4：富煌钢构承接过较多高科技新基建类的轻钢项目

公司	公告日期	项目名称	合同金额（亿元）
富煌钢构	2018	成都融捷锂业科技有限公司生产基地建设项目（一期工程）建筑工程	——
富煌钢构	2018	杭州中芯晶圆半导体大硅片（200mm、300mm）项目	——
富煌钢构	2018	南京台积电 12 吋晶圆厂与设计服务中心一期项目	——
富煌钢构	2018	宁德新能源湖西产业园区码产业园工程	——
富煌钢构	2018	武汉高世代薄膜晶体管液晶显示部件（TFT-LCD）生产线项目	——
富煌钢构	2017	三星（中国）半导体 12 英寸闪存芯片二期生产栋项目钢结构工程	——
富煌钢构	2017	蚌埠雪华大厦智能车库	——
富煌钢构	2017	蚌埠市比亚迪跨座式单轨产业园试验线淮上区段一期	——
富煌钢构	2017	安徽省立医院智能车库项目	——

数据来源：公司公告，公司官网等，国泰君安证券研究

表 5：鸿路钢构承接过较多高科技类新基建的轻钢项目

公司	公告日期	项目名称	合同金额（亿元）
鸿路钢构	2019.12	宁德时代湖西锂离子电池扩建项目	5.23
鸿路钢构	2019.12	上海国际汽车城研发科技港三期项目	5.48
鸿路钢构	2019.4	济南超算中心科技园项目一期工程	2.05
鸿路钢构	2018.8.17	宇培贵阳电子商务物流园项目钢结构工程	1.41
鸿路钢构	2018.5.7	北城创业创新中心设计与施工一体化项目	1.72
鸿路钢构	2018.2.7	合肥长安汽车有限公司调整升级项目厂房工程施工 1 标段钢结构加工	0.78
鸿路钢构	2017.9.02	金梧桐创业园标准化厂房三期、四期建设工程	2.45
鸿路钢构	2017.8.30	衢州市柯城同创智谷中小企业孵化园建设项目总承包	1.19
鸿路钢构	2016.6.16	贵州省兴东大健康产业园发展中心 2#楼钢结构制作、运输、安装	0.48
鸿路钢构	2016.4.19	石坪片区前沿产业园（一期）工程钢结构构件采购合同	0.53

数据来源：公司公告，公司官网等，国泰君安证券研究

表 6：杭萧钢构承接过新能源电池领域的轻钢项目

公司	公告日期	项目名称	合同金额（亿元）
杭萧钢构	2018	江苏时代新能源科技有限公司的动力及储能电池研发与生产项目	——

数据来源：公司公告，公司官网等，国泰君安证券研究

表 7：中建钢构承接过较多高科技新基建类的轻钢项目

公司	公告日期	项目名称	合同金额（亿元）
中建钢构	2019.11	江苏无锡粒子放疗产业集群项目设计采购施工（EPC）	20.2
中建钢构	2019.8	山东济南新旧动能转换先行区数字经济产业园（标准厂房）建设项目	22.4
中建钢构	2018.12	江西南昌中医药科创城公共研发中心、公共服务中心、研发孵化中心项目	20.8

中建钢构	2018.8	江苏南京中兴通讯智能制造基地一期工程总承包项目	26.0
中建钢构	2018.6	湖北武汉高世代薄膜晶体管液晶显示器件生产线项目总包工程项目	31.2
中建钢构	2017.6	吉林长春长德智能装备产业园项目	23.4

数据来源：公司公告，公司官网等，国泰君安证券研究

3. 部分钢结构公司近期重点报告

(一) 东南网架：3月1日《2019年业绩高增57%，总包积极推进利好订单业绩延续高增》

维持增持。公司披露2019年业绩快报，营收约90.7亿元(+4.4%)、归母净利约2.68亿元(+56.7%)符合预期，我们维持预测公司2019-21年EPS为0.26/0.41/0.54元，增速57/58/32%；维持目标价8.2元，目标价对应2020/21年20/15.2倍PE，维持增持。

公司积极布局总包业务，看好订单业绩延续高增长。1)公司2019年单季度归母净利增速54/43/67/57%；高增长因抢抓“一号工程”/总承包/装配式钢结构等优质客户工程，成功实现从专业分包向总承包转型，且加强应收账款催收及成本管控；2)公司2019年新签订单84.6亿元(+51%)，截至2019年末已中标尚未签约59亿元(含27.5亿元杭州湾智慧谷总包)；3)公司积极布局总包，行业层面上拓展至包括医疗/教育/商业地产等在内多个领域，区域层面上拓展至浙江其它城市及省外；考虑总包的巨大业绩弹性优势(收入具翻多倍潜力/盈利提升/利润具翻多倍潜力)，且可改善回款与现金流，看好公司订单业绩延续高增长。

钢结构渗透率超4倍提升空间，公司具技术/资金等优势将持续充分受益。1)国内钢结构渗透率仅7%而海外发达国家有30-50%；2)公司在重钢/轻钢/空间钢等领域均拥有较强技术跟市场开拓力，承接过如中国天眼等知名一号工程，以及浙江/上海等地较多医院项目；3)2019年装配式钢结构住宅领域两大重要变化彰显政策支持力度大幅增强，公司作为首批国家装配式建筑产业基地，且已形成特有的绿色装配式钢结构建筑体系并有“5化模式”，我们认为未来将持续充分受益；4)公司技术优势强，开发形成十大核心技术、拥有专利二百余项，且质量/产业链/品牌等优势显著。

表8：东南网架历史估值表

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	73	90	82	60	65	35	49	104	171	268	422	558
增速		24%	-9%	-27%	7%	-46%	42%	111%	65%	57%	58%	32%
EPS	0.07	0.09	0.08	0.06	0.06	0.03	0.05	0.10	0.17	0.26	0.41	0.54
动态PE											19.2	14.6
平均PE	60	59	64	66	67	292	170	76	35	22	15.6	
最高PE	91	68	76	85	89	605	253	90	45	30	19.2	
最低PE	45	45	47	54	53	159	139	67	29	19	13.8	

数据来源：wind，国泰君安证券研究

备注：净利润单位为百万元；EPS单位为元/股；股价取2020年3月4日收盘价。

(二) 精工钢构：3月4日《装配式钢结构再获政策支持，公司体系覆盖全且装配化率高》

维持增持。我们维持预测公司 2019-21 年 EPS 为 0.22/0.28/0.36 元，增速 121/28/26%；近期风险偏好提升且参考同业可比公司估值，且新老基建发力、装配式与总包商业模式业绩弹性大等因素给予一定估值溢价，上调公司目标价至 6.33 元，对应 2020/21 年 22.6/17.6 倍 PE，维持增持。

复盘历史，两次政策支持+商业模式跃迁推动公司两次股价大涨 3 倍，动态 PE 最高到 33-99 倍。1)2008 年四万亿出台叠加政策宽松+钢结构多个规范标准出台+“鸟巢”示范效应，公司股价最高涨 3.3 倍涨时约 12 个月，PE 从最低 11 倍到最高 33 倍，2008/09 年业绩增长 28/53%；2)2014-15 年宽松周期叠加光伏催化，公司股价最高涨 2.8 倍涨时约 12 个月(2014 年 64%)，PE 从最低 19 倍到最高 99 倍，2014/15 年业绩增长 12/-28%。

钢结构为高科技新基建等添砖、为老基建加瓦。1)钢结构为高科技/新基建领域的实验室/厂房建设等助力，公司承接了华为 5G 实验室、苹果数据中心、阿里数据张北数据中心、中芯国际绍兴项目等多个重要项目；2)医疗教育加密需求强，公司承接了绍兴应急医疗、温州肯恩大学学生宿舍等项目；3)消费升级/补短板背景下老基建空间仍大，公司承接了“鸟巢”、北京大兴国际机场、广州歌剧院、深圳国际会展中心等项目。

装配式/总包商业模式跃迁助腾飞，技术积累最全面。1)从分包到总包，收入翻多倍潜力/盈利提升/利润翻多倍潜力，且回款/现金流改善；2019 年新签订单总包占比提升(亿元以上增速 30%超过全部订单增速)，业绩超预期弹性将释放；2)工业建筑领域 JR4 精致屋面系统技术先进；GBS 体系覆盖全面且装配化率可达 95%；3)获“詹天佑工程大奖”工程 12 项、“鲁班奖”工程 22 项、“国家钢结构金奖”166 项等；3)2019 年业绩预增 109-131%。

表 9：精工钢构历史估值表

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
净利润	223	280	210	237	267	192	110	62	182	401	511	645
增速		25%	-25%	13%	12%	-28%	-43%	-43%	193%	121%	27%	26%
EPS	0.12	0.15	0.12	0.13	0.15	0.11	0.06	0.03	0.10	0.22	0.28	0.36
动态 PE											15.0	11.8
平均 PE	28	34	29	25	23	61	75	136	32	13	11.7	
最高 PE	44	44	35	30	31	99	98	175	43	17	15.0	
最低 PE	21	22	23	22	19	40	68	121	26	12	10.5	

数据来源：wind，国泰君安证券研究

备注：净利润单位为百万元；EPS 单位为元/股；股价取 2020 年 3 月 4 日收盘价。

(三) 鸿路钢构：3月2日《钢结构加工制造龙头，产能扩张叠加利用率提升保障高增长》

维持增持。公司披露 2019 年业绩快报，营收约 107.5 亿元(+36.5%)、归母净利润约 5.4 亿元(+29.6%)超此前预期，或因产能释放/回款较好/减值减少等因素，我们上调预测公司 2019-21 年 EPS 至 1.03/1.26/1.52 元(原

0.91/1.11/1.38 元), 增速 30/22/20%; 维持目标价 15.4 元, 目标价对应 2020/21 年 12.2/10.1 倍 PE, 维持增持。

Q4 净利大幅高增 142%, 产能扩张+利用率提升将保障订单业绩高增长。
 1) 公司 2019 年单季营收增速 91/32/40/15%、归母净利增速 31/-7/-1/142%; Q4 营收增速放缓与 2018Q4 高基数有关, 净利增速大幅提升或因产能释放/回款较好/减值减少等因素; 2) 公司目前产能约 300 万吨、未来将扩至超 400 万吨居同业第一; 3) 公司 2019 年新签订单 149.6 亿元(+26.8%), 其中制造类订单 138.1 亿元(+57.6%); 未来随产能扩张+管理效益体现+利用率提升+集采等多项优势巩固, 将保障订单业绩延续高增长。

公司成本/产业链/规模化等多重优势将驱动集中度进一步提升, 目前 PE 仅 10 倍。 1) 人口城镇化推进/消费/产业升级推动钢结构需求端显著增强, 钢结构产品需求将大幅增长; 公司通过加强集采/精细化管理/对部品部件实现细分跟标准化等方式增强成本优势, 且具产品线齐全/品牌知名度高等多重优势, 望率先受益行业爆发; 2) 同时, 考虑到公司资金实力(在手货币资金居行业第二)/技术实力等均较强, 集中度将进一步提升; 3) 考虑到制造类业务占比提升且回款管理加强, 公司现金流有望延续好转; 4) 公司在装配式建筑/智能立体停车库设备/钢结构制造等领域拥有近 600 项专利; 5) 公司目前预测 PE 仅 10 倍低于钢结构行业 14.8 倍的水平。

表 10: 鸿路钢构历史估值表

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
净利润	161	212	161	166	138	177	146	210	416	539	660	795
增速		32%	-24%	3%	-17%	28%	-18%	44%	99%	30%	22%	20%
EPS	0.31	0.41	0.31	0.32	0.26	0.34	0.28	0.40	0.79	1.03	1.26	1.52
动态 PE											12.2	10.1
平均 PE		30	26	22	31	34	42	29	10.0	7.9	9.5	
最高 PE		35	35	27	39	58	50	34	11.8	10.5	12.2	
最低 PE		25	20	18	25	26	34	22	8.1	6.7	8.7	

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

备注: 净利润单位为百万元; EPS 单位为元/股; 股价取 2020 年 3 月 4 日收盘价。

(四)富煌钢构主要逻辑: 预测公司 2019-21 年 EPS 为 0.3/0.43/0.59 元, 增速 20/46/37%, 增持。

钢结构住宅总包领域的先行者, 同业唯一特级资质将充分受益行业爆发。
 1) 受益政策支持/钢结构渗透率及集中度提升, 钢结构总包已是大势所趋; 且 2019 年首次明确提出鼓励住宅试点并有 7 省试点+装配式钢结构住宅技术标准正式推出; 我们认为将推动钢结构住宅驶入快车道; 2) 公司为业内龙头之一且在钢结构住宅领域布局最快订单占比最高: 近几年已承接如 10.5 亿元九里安置房(安徽阜阳)等在内的合计近 40 亿元总包项目; 3) 我们认为公司依托其房建总包特资质(上市钢结构民企唯一拥有者), 及在阜阳的丰沛经验, 未来将进一步实现区域层级的加速扩张。

公司 2019 年订单结构明显优化, 大订单占比提升且积极拓展装配式等业务。 1) 公司 2019 年新签订单约 44.6 亿元(2018 年为 50.8 亿元), 订单

结构明显优化：①新签装配式建筑合约 16 亿元同比增长约 103%②新签亿元以上项目约 24 亿元同比增长约 25.7%③新签技术转让合同 1 项，金额 2000 万元；2)2020 年 2 月 6 日公司公告被确定为江苏德龙镍业有限公司-印度尼西亚 Morowali 巨盾镍业项目钢结构制作工程项目(一期)的中标人，中标金额共计 15 亿元，再彰显拿单实力；3)公司具产业链齐全优势，在建筑/桥梁/大跨空间等领域设计制造安装一体化实力强；且具技术领先/人才丰沛/营销网络强等多方面优势，望加速拓展住宅以外如公共/工业等领域的钢结构总包项目；4)公司是首批装配式建筑产业基地，形成了装配式钢结构建筑集成技术体系，且正积极推进装配式领域技术研发，望充分受益装配式钢结构发展。

(五)杭萧钢构主要逻辑：预测公司 2019-21 年 EPS 为 0.2/0.25/0.32 元，增速-22/24/26%，维持谨慎增持。

传统钢结构订单高增长，受益政策支持且自身优势望续发力钢结构住宅。

1)公司 2019 年前三季度新签约 88.6 亿元(+25.6%)：钢结构制造和安装约 69.9 亿元(+22.3%)，其中多高层 39.4 亿元(+16.9%)/轻钢 16.9 亿元(+17.6%)/钢结构住宅 10.8 亿元(+52.8%)；战略合作 4 单 14.5 亿元(-80.1%)；2)截止 2019 年末公司已累计签约 102 单(2015-19 年分别签单 1/9/29/36/23/4 单)，合计收取资源使用费约 36 亿元；3)2019 年首次明确提出鼓励住宅试点并有 7 省试点+装配式钢结构住宅技术标准正式推出；我们认为两大重要变化将推动钢结构住宅驶入快车道，公司望充分受益。

绿色电商业务引领行业发展新模式正积极推进。1)公司成立绿色电商平台万郡绿建，将依托前期战略布局和先发优势，为绿色建筑产业生态圈内建筑建材/部品/装饰等主体提供展示/采购/咨询等服务；2)对供方：项目聚集/降成本/供应链金融保障/TOC；对需方：战略集采/精准匹配/一站式服务/拓融资/降成本；3)盈利模式：前期主要采取会员制，通过向会员用户收费的形式作为主要收入来源；需方是每家公司每年 3.5 万元；供方是线上 3 万元每年，线下仅做供方产品展示，每个标准展位 12 万/年；4)2019 年前三季度展示中心签约合同额约 2.76 亿元、线上交易量约 4.9 亿元；5)考虑未来线下将继续迎密集签约入驻、线上交易量望持续增长，电商模式望构筑起强有力的生态系统且增厚公司利润。

4. 风险提示

总包推进不及预期。总包对于管理、协调能力有较高要求，且往往项目体量较高，对于钢结构公司是一个较大的挑战；同时，随着其它建筑公司对于钢结构项目的熟悉程度提升，总包竞争或趋激烈，或导致钢结构公司总包项目推进不及预期。

装配式推进不及预期。装配式钢结构技术推广初期，在相关政策规范未充分到位及成本削弱效应较低等因素的综合影响下，建安成本的下降幅度有可能低于预期，不能对传统建造方式形成有力的价格优势。

传统建造方式的桎梏。我国长期以来的低效率、粗放型的建造方式已形成一定惯性，未来几年内要扭转这种“惯性”存在一定难度，且较多建

筑公司在自身生存压力下，对于钢结构的建造方式或掌握程度较低、或难以适应，预计转型难度较大，或对钢结构渗透率提升有一定桎梏。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		

尖峰报告社群

分享8万+行业报告/案例、7000+工具/模版；
精选各行业前沿数据、经典案例、职场干货等。



截屏本页，微信扫一扫或搜索公众号“尖峰报告”
回复<进群> 即刻加入