

转型 EPC 加速成长，化纤有望筑底回暖

东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- 行业空间大、集中度低，未来将向规模化制造和总包施工两端分化。钢结构比传统结构单平米用工时少 42%，在混凝土涨价而钢价下行趋势下，钢结构在成本和效率方面的替代优势较为突出。预计 20 年行业市场空间近 8000 亿，其中工程端市场规模超 6500 亿，到 22 年 CAGR+13%。在制造端鸿路钢构已建立起一定的规模优势，未来其他企业或更多在施工端发力，与其形成合作而非竞争关系。专门从事钢构业务的上市公司工程业务市占率不到 3%，项目大型化趋势下龙头的规模和技术优势突出，未来集中度有望提升。
- 从分包向 EPC 转型，构建学校/医院等公建的差异化竞争优势。据市场调查钢结构分包金额在项目整体中占比 20% 左右，转型总包后可获取更多利润、快速扩大业务规模，并改善营运能力和现金流。我们预计公司 20Q1-Q3 新签订单 YOY+38%，其中 EPC 占比达到 61%，已经在 EPC 转型中体现出较好的效果。公司在装配式医院/学校等公共建筑领域技术成熟、建造速度和品质上具备优势，我们估计 20Q1-Q3 订单中 30% 为学校/医院项目，未来品牌影响力有望扩大，并与集团“大健康”战略形成协同效应。政策推动下未来多省市新建公共建筑将优先采用钢结构，我们预计浙江省每年采用钢结构的公共建筑投资超 400 亿，华东地区（即江浙沪）的市场空间则超 1200 亿，公司目前在华东的市占率估计不到 5%，未来仍有较大提升空间。
- 化纤业务筑底，未来对业绩的拖累有望减小。下游纺织服装需求萎缩以及原材料减值双重影响下，20H1 公司化纤板块收入/毛利 YOY-38%/-151%。我们认为化纤板块业绩已筑底，主要由于需求方面近期海外订单回流、国内服装生产回暖，原料方面原油价格继续下行空间有限、发生大额减值可能性低。

财务预测与投资建议

- 预计 20-22 年 EPS 0.37/0.50/0.66 元，CAGR+32.92%，可比公司平均 PE 24/19/15X，由于未来公司盈利增速高于可比公司平均值，给予 10% 估值溢价，即 21 年 21X PE，对应目标价 10.50 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 新签订单及订单转化率不及预期、钢材价格大幅波动、应收账款坏账

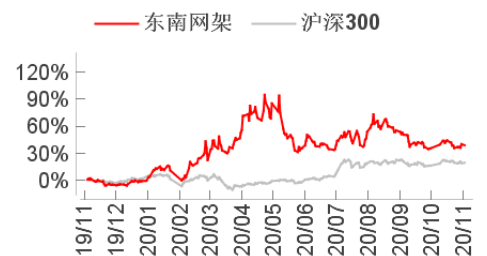
公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,695	8,976	10,365	13,331	17,270
同比增长(%)	11.6%	3.2%	15.5%	28.6%	29.6%
营业利润(百万元)	189	282	432	592	776
同比增长(%)	69.8%	49.0%	53.4%	36.9%	31.2%
归属母公司净利润(百万元)	171	267	385	520	681
同比增长(%)	64.8%	56.7%	44.0%	34.9%	30.9%
每股收益(元)	0.17	0.26	0.37	0.50	0.66
毛利率(%)	10.8%	11.6%	12.3%	12.7%	12.7%
净利率(%)	2.0%	3.0%	3.7%	3.9%	3.9%
净资产收益率(%)	4.3%	6.4%	8.6%	10.7%	12.5%
市盈率	45.9	29.3	20.4	15.1	11.5
市净率	1.9	1.8	1.7	1.5	1.4

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价(2020年11月02日)	7.58元
目标价格	10.5元
52周最高价/最低价	10.64/5.15元
总股本/流通A股(万股)	103,440/95,710
A股市值(百万元)	7,841
国家/地区	中国
行业	建筑工程
报告发布日期	2020年11月03日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	1.47	2.57	-9.76	38.32
相对表现	0.84	-0.34	-10.31	18.88
沪深300	0.63	2.91	0.55	19.44



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师	黄骥
	021-63325888*6074 huangji@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520030001
证券分析师	江剑
	021-63325888*7275 jiangjian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520090001

联系人	聂磊
	021-63325888*7504 nielei@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

目 录

钢结构市场空间大、集中度低	4
钢结构对传统结构的替代优势突出	4
政策加码，预计 20 年市场空间近 8000 亿	6
行业向制造和施工两端分化，施工龙头市占率仍有提升空间	8
从专业分包向 EPC 转型，公建领域构建差异化竞争优势	10
EPC 有望快速做大业务规模并改善现金流	10
学校、医院等建设上具备差异化竞争优势	12
钢结构公建市场需求有望持续景气	15
化纤业务筑底，未来对业绩的拖累有望减小	18
盈利预测与投资建议	20
盈利预测	20
投资建议	22
风险提示	22

图表目录

图 1：建筑业人工成本逐年上升	5
图 2：混凝土价格上涨显著	5
图 3：目前我国钢结构产量占粗钢总产量的比重不到 8%	7
图 4：2013 年至今钢结构年产量	8
图 5：2013 年至今钢结构年产值	8
图 6：主要钢结构上市公司的制造产能规模（万吨）	9
图 7：2013-2019 年前五大上市钢结构企业产量占比	9
图 8：钢结构分包与工程总承包经营模式之间的关系	11
图 9：公司的营运能力有所提升	12
图 10：适用于多层或小高层学校、医院项目的钢框架-支撑体系	13
图 11：公司经典医院项目：浙江萧山医院	13
图 12：公司经典学校项目：绵阳富乐国际学校	13
图 13：公司已建成及在建的装配式医院项目（截至 20H1）	14
图 14：公司已建成及在建的装配式学校项目（截至 20H1）	14
图 15：浙江省历年办公楼及商业用房的投资额	17
图 16：公司的化纤业务收入情况	18
图 17：化纤主要原材料的价格走势	19
图 18：20H1 钢结构上市公司的扣非净利润增速对比	19
图 19：公司应收账款账面价值及占营业收入的比例	23
表 1：钢结构的主要分类	4
表 2：19 及 20 年全国钢铁细分下游的需求量（万吨）	5
表 3：装配式钢结构与传统现浇结构的施工效率对比	6
表 4：钢结构装配式建筑的相关政策	6
表 5：全过程工程管理的相关政策	10
表 6：中国的钢结构在各类工程中的应用比例	15
表 7：全国各地区推广公共建筑钢结构的相关政策	15
表 8：2020 年浙江省公共建筑投资计划	16
表 9：华东地区的钢结构公共建筑市场空间及公司市占率估算	17
表 10：公司主要业务收入预测	20
表 11：可比公司估值	22
表 12：EPC 订单转化率对 2020-2022 年净利润增速的敏感性分析	22

钢结构市场空间大、集中度低

钢结构对传统结构的替代优势突出

钢结构是指用型钢或钢板制成基本构件，根据使用要求，通过焊接或螺栓连接等方法，按照一定规律组成的承重构件，根据不同的应用领域可分为建筑钢结构、空间钢结构、设备钢结构和桥梁钢结构等。相较于传统钢筋混凝土结构，钢结构具有强度高、自重轻、抗震性能好、工业化程度高、施工周期短及环境污染少等特点，是一种节能环保、能循环使用的绿色建筑结构，符合国家大力发展节能省地型建筑、建设资源节约型社会的长期政策导向。

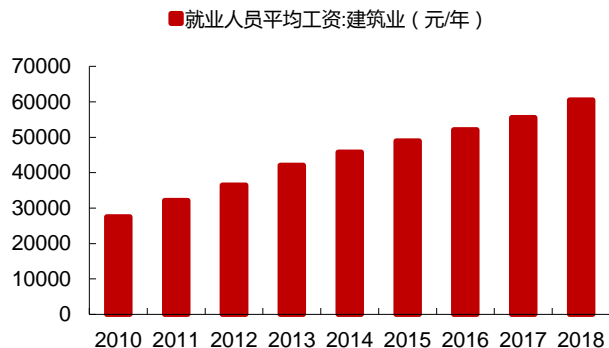
表 1：钢结构的主要分类

类别	定义	主要应用领域	典型工程
建筑钢结构	钢材作为建筑的主体承重构件	高层建筑、办公楼等	上海环球金融中心、香港中银大厦
空间钢结构	网架、网壳、桁架等空间跨度较大的钢结构	厂房、体育场馆、汽（火）车站、飞机场等	鸟巢、国家体育馆、国家大剧院等
设备钢结构	工业厂房及大型机械设备中的钢结构部分	水泥厂、化工厂、架桥机、起重机等	阜阳华润电厂、芜湖白山水泥窑尾工程等
桥梁钢结构	桥梁中作为承重构件的钢材	公路桥、行人天桥、隧道等	武汉长江大桥、港珠澳大桥等

资料来源：公司官网，东方证券研究所

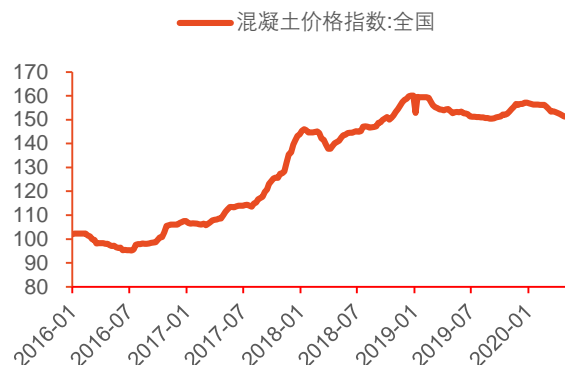
传统的混凝土建筑面临人力及砂石等资源短缺造成的成本上涨问题。一方面，工人稀缺是现在建筑市场中存在的一个重要问题，考虑到劳动强度大、工作环境差、职业危险程度高以及人口老龄化等因素，未来建筑工人的缺口或将越来越大，人力成本也将随之上涨。相较于现浇混凝土建筑，钢结构的自动化程度高，安装工程大部分是现场装配等，所需人工更少。另一方面，由于过去建筑行业过度开采，目前砂石面临供给短缺困境，对环境也造成了一定破坏。2018 年起全国砂石矿山、采砂行为整治政策不断推进，受河道禁采影响，许多地区砂石企业大批关停，砂石供应大面积减少，混凝土价格普遍上涨。另一方面，据中国水泥网数据，我国石灰石矿产保有储量约 542 亿吨，其中水泥用石灰岩达 504 亿吨，生产 1 吨水泥熟料约消耗 1.3 吨石灰岩原料，按目前每年 14 亿吨的熟料产量来看，大概还能支撑 30 年。这些都是目前现浇混凝土建筑需要克服的困难。

图 1：建筑业人工成本逐年上升



资料来源：wind，东方证券研究所

图 2：混凝土价格上涨显著



资料来源：wind，东方证券研究所

钢铁供给依然过剩，预计未来钢价中枢仍有望继续下行，钢结构具备成本优势，可消化过剩钢铁产能。供给端，2018 年以来，随着钢铁行业超低排放改造和产能置换项目的推进，钢铁行业投资逐步加大。2020 年钢铁行业或迎来产能置换项目集中投产。兰格钢铁研究中心监测数据显示，2020 年钢铁行业将新建炼钢产能 6208 万吨，退出炼钢产能 8179 万吨，预计 2020 年粗钢产量约 10.3 亿吨，YOY+3%。需求端，据中国钢铁工业协会年初发布的《2019-2020 年中国钢材消费预测》显示，2020 年钢铁主要下游行业表现继续分化，其中基建投资将会加码，房地产行业投资、新开工增速可能放缓，家电行业保持平稳增长，汽车、船舶、集装箱和机械行业中部分子行业可能出现负增长，整体钢材需求量预计小幅增长至 8.9 亿吨，YoY+2%。据国家发改委价格监测中心数据，2019 年全国主要钢材批发市场钢材平均价格为 4352 元/吨，较 2018 年下降 209 元，总体来看钢铁行业供给过剩的局面依然存在，未来钢价有望继续下行。

表 2：19 及 20 年全国钢铁细分下游的需求量（万吨）

行业	2019	YOY	2020E	YOY
建筑	48600	8%	49800	2%
机械	14500	3%	14800	2%
汽车	5200	-5%	5100	-2%
船舶	1600	3%	1500	-6%
家电	1360	5%	1400	3%
铁道	550	6%	570	4%
集装箱	520	-28%	510	-2%
能源	4000	5%	4100	3%
其他	11200	4%	11400	2%
钢材消费量	87530	6%	88980	2%

资料来源：中国钢铁工业协会，东方证券研究所

钢结构比传统现浇结构的施工效率更高，单平用工工时可减少 42%。钢结构采用装配式施工，即主要构件在工厂预制后运到施工现场进行拼装。一般一个项目的各个部件可以同时加工生产，施工组织流程上比传统现浇施工顺序的限制更少，且不受天气制约，能有效缩短工期。

表 3：装配式钢结构与传统现浇结构的施工效率对比

传统结构		装配式钢结构	
专业	工时（人.小时）	专业	工时（人.小时）
土建	18560	土建、钢结构单位、钢筋桁架板	17991
主体结构	18560	主体结构	17991
二次结构	6870	AAC 墙板	4680
机电专业	1210	机电专业	1350
建筑面积	2353m ²	建筑面积	3647m ²
每平方米用工工时	11.32	每平方米用工工时	6.58

资料来源：《中建钢构绿色建筑产品开发与实践》中建钢构，东方证券研究所

政策加码，预计 20 年市场空间近 8000 亿

钢结构政策不断加码，进一步打开行业增长空间。近年来，国家大力发展装配式建筑，2016 年国务院提出力争用 10 年时间使装配式建筑占新建建筑的比例达 30%。2017 年，住建部进一步提出到 2020 年全国装配式建筑占新建建筑比达 15%以上。作为装配式建筑三大结构体系之一，钢结构是发展重点。住宅方面，2019 年 3 月，住建部提出要大力发展钢结构装配式建筑，积极开展钢结构装配式住宅建设试点，同年 6 月，住建部又发布了《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期的建筑设计、施工安装、使用、维护与管理等；公共建筑方面，2020 年住建部在《绿色建筑创建行动方案》中提出新建公共建筑原则上要采用钢结构。

表 4：钢结构装配式建筑的相关政策

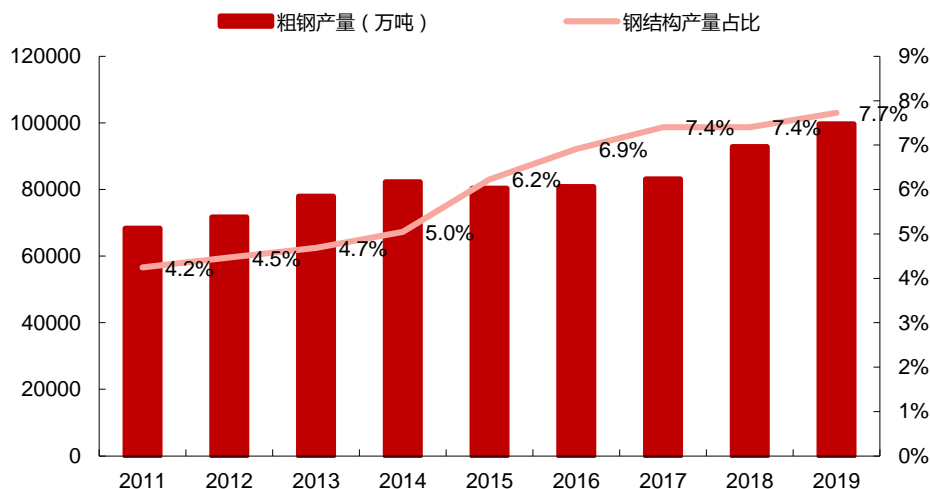
时间	出台部门	文件名称	主要内容
2016.02	国务院	《关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》	力争用 10 年左右时间，使装配式建筑占新建建筑的比例达 30%。积极稳妥推广钢结构建筑。
2016.09	国务院	《关于大力发展装配式建筑的指导意见》	以京津冀、长三角、珠三角三大城市群为重点推进地区，常住人口超过 300 万的其他城市为积极推进地区，其余城市为鼓励推进地区，因地制宜发展装配式混凝土结构、钢结构和现代木结构等装配式建筑。
2016.11	工信部	《钢铁工业调整升级规划（2016-2020）》	加快钢结构建筑推广应用，提出钢结构用钢量由目前的 5000 万吨增加到 1 亿吨以上。
2017.01	国务院	《十三五 节能减排综合工作方案》	实施绿色建筑全产业链发展计划，推行绿色施工方式，推广节能绿色建材、装配式和钢结构建筑。
2017.01	住建部	《装配式钢结构建筑技术标准》	规范了装配式钢结构建筑的建设。
2017.05	住建部	《建筑业发展“十三五”规划》	到 2020 年，装配式建筑面积占新建建筑面积比例达到 15%。建设装配式建筑产业基地，推动装配式混凝土结构、钢结构和现代木结构发展。大力发展钢结构建筑，引导新建公共建筑优先采用

钢结构，积极稳妥推广钢结构住宅。		
2019.03	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》
2019.06	住建部	《装配式钢结构住宅建筑技术标准》
2020.07	住建部	《绿色建筑创建行动方案》

资料来源：住建部，工信部，东方证券研究所

未来钢结构渗透率提升空间较大。据中国钢铁工业协会统计及我们的估计，2019 年我国粗钢产量 9.96 亿吨，钢结构产量占钢产量的比重仅为 7.7%，2011 年至今占比虽逐年提升，但参考钢结构行业发展成熟的国家，钢结构产量占钢产量的比重约为 20%-30%，总体来看我国钢结构用钢量占比还很低。未来中国钢结构在住宅领域的渗透率依然具备较大的提升空间，整体钢结构占钢产量的比重有望逐渐向发达国家靠拢。

图 3：目前我国钢结构产量占粗钢总产量的比重不到 8%

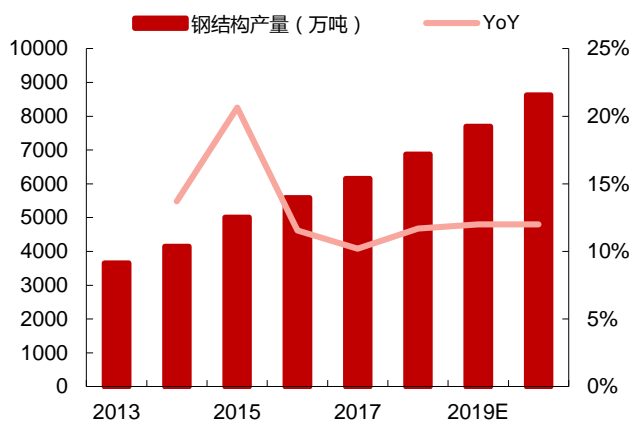


资料来源：中国钢铁工业协会，wind，东方证券研究所

预计 20 年钢结构总产量超 8600 万吨，行业市场空间近 8000 亿。近年来，我国钢结构市场空间呈现持续增长的势头，从 2013 年的 3650 万吨增长至 2018 年的 6874 万吨，CAGR+13.5%，行业总产值从 2013 年的 4100 亿元增长至 2018 年的 6736 亿元，CAGR+10.4%。工信部 2016 年发布《钢铁工业调整升级规划（2016—2020 年）》，提出到 2020 年钢结构用钢量增加到 1 亿吨以上的目标；2018 年中国钢结构协会提出，将利用 5 到 10 年时间使我国钢结构用量占钢产量比例接近 20%，即钢结构产量增长至 1.5 亿吨，中性情况下，2018-2025 年 CAGR+12%，以此为假设预计 19/20 年钢结构产量达到 7699/8623 万吨；假设 19/20 年单吨产值为前三年平均值，可得到总产值为 6822/7745 亿元。

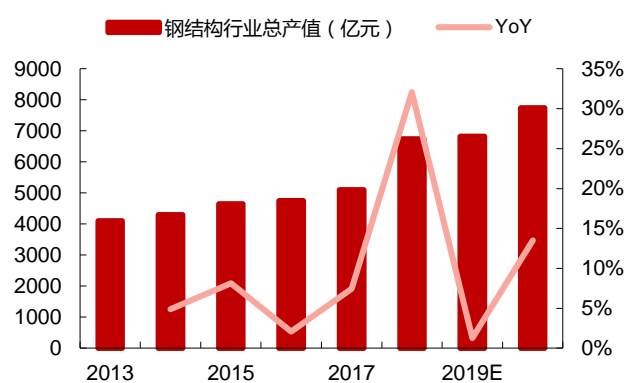
归属于工程的市场规模超 6500 亿元。我们可以将产值根据产业链环节拆分成制造（材料）和工程（施工）两部分，根据住建部 2016 年 10 月发布的《装配式建筑工程消耗量定额》（征求意见稿），装配式钢结构住宅每平方米造价 2776 元，钢材消耗量为 95kg/平米，由于之后没有再发布国家层面的钢结构更新造价定额文件，因此我们假设到目前为止的建筑造价和钢材消耗量保持不变；假设钢结构构件的单吨平均售价为 4000 元，则每平方米的材料成本折合约 380 元（ $4000 \times 95 / 1000$ ），占总造价的比例为 14%，对应剩余 86% 部分即为工程成本，按此比例进行分配可得到 2020 年行业总产值中对应工程部分的规模为 6661 亿元。

图 4：2013 年至今钢结构年产量



资料来源：中国建筑金属结构协会，工信部，东方证券研究所

图 5：2013 年至今钢结构年总产值



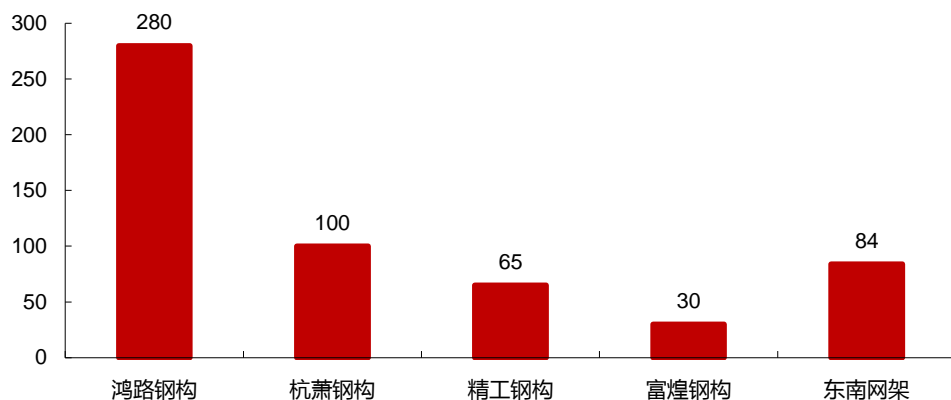
资料来源：中国建筑金属结构协会，工信部，东方证券研究所

注：19/20 年产值采用产量*前三年平均单吨产值进行估算

行业向制造和施工两端分化，施工龙头市占率仍有提升空间

在制造端鸿路钢构已建立起相对的规模优势，未来其他企业或更多在施工端发力。截至 2020 年三季度末，鸿路钢构的钢结构制造产能达到 280 万吨，大幅领先其他钢结构企业，而且目前行业内也仅有鸿路钢构一家仍在持续的大幅扩产，未来鸿路钢构相对同行的规模优势还会不断扩大，其他钢结构企业在后发的情况下再去追赶和挑战鸿路钢构制造优势的收益较低。因此，我们判断未来钢结构行业将会形成规模化加工和总包施工两条主流发展路劲，即除鸿路钢构外的其他钢结构企业会将更多的资源集中于发展施工业务，从而与鸿路钢构形成上下游合作关系而非直接竞争关系，这也将更有利于整个产业链的良性发展。

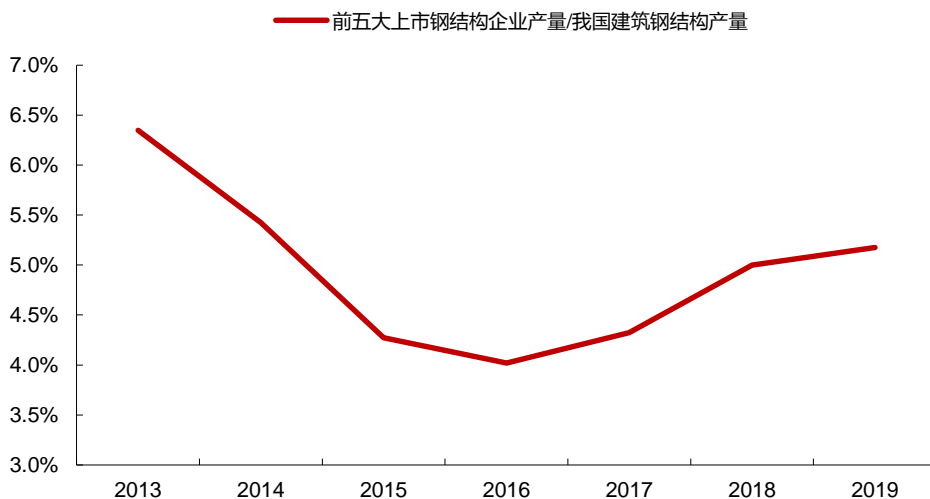
图 6：主要钢结构上市公司的制造产能规模（万吨）



资料来源：公司官网，wind，东方证券研究所

前五大上市公司钢结构产量占比仅有 5.2%，工程业务市占率不到 3%。根据中国建筑金属结构协会统计，我国现有专项施工资质钢结构企业超过 1 万家，规模以上制造企业约 3000 余家，其中年产量超过 5 万吨/10 万吨/30 万吨的企业数量分别为 58/41/12 家，年产值超过 50 亿元的企业仅有 12 家，大部分都是年产量 1 万吨以下的中小型企业。前五大上市钢结构企业市占率仍然很低，制造业务方面 2019 年前五大上市钢结构企业产量占比仅为 5.2%；在工程业务方面，2019 年五家上市公司的工程收入约 200 亿，按照上文推算的 7000 亿工程市场规模，对应的市占率也不到 3%，但由于央企（如中建钢构）在市场中占据了较多的钢结构总包份额，因此如果考虑这些未单独上市的央企钢结构业务，实际的行业龙头市占率会明显提升。

图 7：2013-2019 年前五大上市钢结构企业产量占比



资料来源：中国建筑金属结构协会，wind，东方证券研究所

注：前五大上市钢结构企业为东南网架、精工钢构、鸿路钢构、杭萧钢构和富煌钢构

项目大型化趋势下具备规模和技术优势的龙头有望受益，未来集中度有望提升。全过程工程管理模式是对工程项目全生命周期提供包含规划、设计、施工、监理等各方面的工程咨询服务，这一概念在 2017 年国务院办公厅印发的《关于促进建筑业持续健康发展的意见》中首次提出，随后住建部、发改委等多部门又多次发文推动全过程工程模式，相比过去“碎片化”的项目管理模式，全过程管理模式下总承包企业将实现“大包干”，因此单个项目体量将朝大型化的趋势发展。未来钢结构企业也将逐步向规模化加工和大总包方向发展，对于制造企业而言，只有实现规划化生产才能及时响应大型项目的供货需求；对于工程企业而言，总包订单相比传统的钢结构分包订单的体量要大几倍甚至十几倍，可轻易突破传统的业务规模天花板，从而实现快速扩大市场份额。

表 5：全过程工程管理的相关政策

时间	出台部门	文件名称	主要内容
2017.02	国务院办公厅	《关于促进建筑业持续健康发展的意见》	提出培育全过程工程咨询概念，发挥建筑师的主导作用。鼓励企业采取联合经营、并购重组等方式发展全过程工程咨询，制定全过程工程咨询服务技术标准和合同范本，鼓励非政府投资工程委托全过程工程咨询服务。
2017.05	住建部	《关于开展全过程工程咨询试点工作的通知》	选择 40 家有条件的地区和企业开展全过程工程咨询试点。提出健全全过程工程咨询管理制度，完善工程建设组织模式，培养有国际竞争力的企业，提高全过程工程咨询服务能力和水平，为全面开展全过程工程咨询积累经验。
2019.03	发改委、住建部	《关于推进全过程工程咨询服务发展的指导意见》	提出要充分认识推进全过程工程咨询服务发展的意义、以投资决策综合性咨询促进投资决策科学化、以全过程咨询推动完善工程建设组织模式、鼓励多种形式的全过程工程咨询服务市场化发展、优化全过程工程咨询服务市场环境以及强化保障措施。

资料来源：住建部，发改委，东方证券研究所

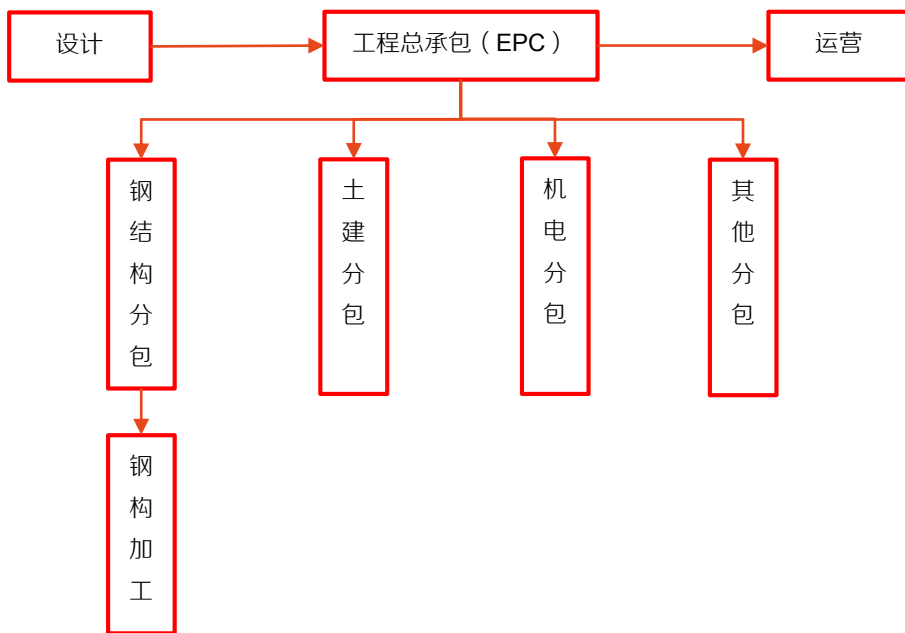
从专业分包向 EPC 转型，公建领域构建差异化竞争优势

EPC 有望快速做大业务规模并改善现金流

钢结构分包利润在项目整体中占比低，转型总包可获取更多利润、快速扩大业务规模。大部分的钢结构建筑项目一般是框架结构采用钢结构分包，其他土建、机电等专业会采用其他分包商，而钢结构分包在整个项目中的合同金额占比一般只有五分之一左右，剩余大部分是土建，因此整个项目的大头利润并不在钢结构分包中。2018 年以前公司主要以钢结构分包模式参与项目建设，之后公司提出由钢结构专业分包向总承包转型的战略规划，我们预计到 20Q3 工程总承包（EPC）新签订单

已达到 55 亿，在总订单中占比达 61%，转型效果显著。通过承接 EPC 订单，公司可以获取到除钢结构分包外其他专业分包的管理利润，业务体量也将比原来扩大数倍。

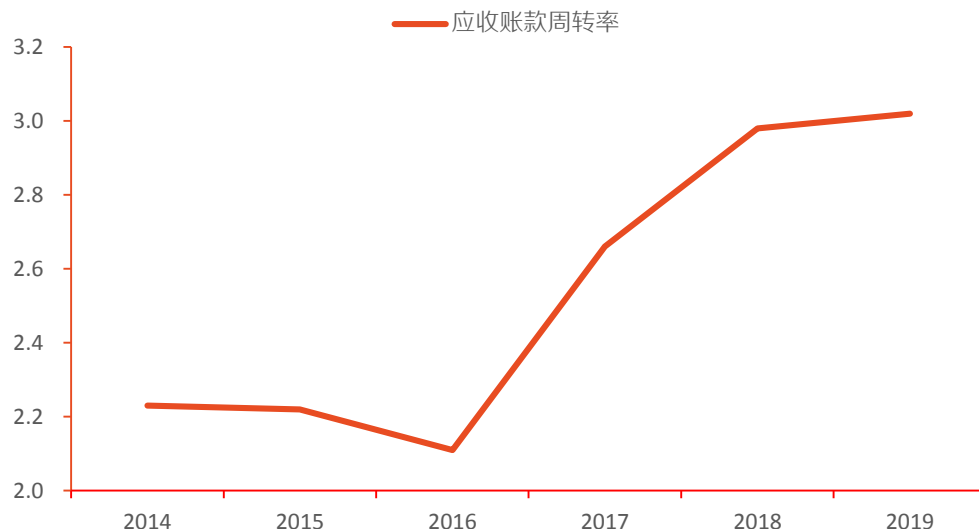
图 8：钢结构分包与工程总承包经营模式之间的关系



资料来源：公司公告，东方证券研究所

转型总包后营运能力和现金流有望改善。工程项目的分包方大部分都需要垫资施工，相对来说，总包直接面对业主结算而且预付款比例更高，因此总包的垫资压力比分包要小很多。近几年公司的应收账款周转率提升较为明显，表明公司的回款逐步加快，对标业务体量和经营模式类似的精工钢构在 2019 年的应收账款周转率为 5.76 次，目前公司的营运能力依然有提升空间。

图 9：公司的营运能力有所提升

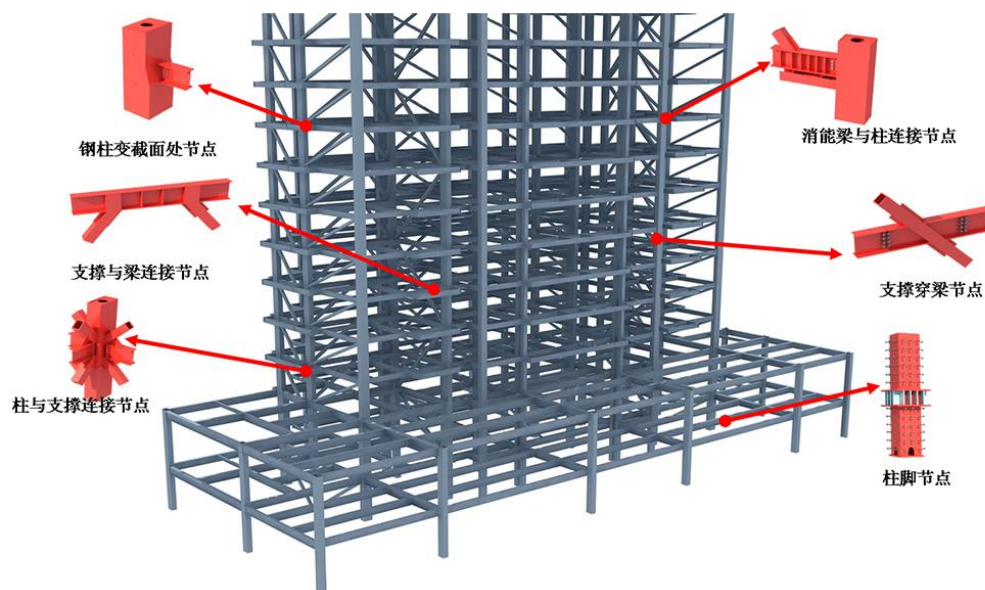


资料来源：wind，东方证券研究所

学校、医院等建设上具备差异化竞争优势

公司在钢结构装配式医院、学校等领域的技术成熟、项目经验丰富。相对于其他采用钢结构的高层建筑，钢结构装配式医院、学校建筑具有设计标准化、模块化、通用化、大空间、少规格、多组合等特征，一套成熟的建造体系可以在不同项目之间借鉴，从而提高建造效率。公司目前主要采用钢框架-支撑体系进行学校、医院项目的建造，技术储备已十分成熟，在建造速度（最快可做到 4-5 个月从平地起到交付）和品质上具备明显的优势。凭借强大的技术实力，公司先后承担了杭州萧山医院、上海东方医院、绵阳富乐国际学校等大型钢结构装配式精品项目。

图 10：适用于多层或小高层学校、医院项目的钢框架-支撑体系



资料来源：公司官网，东方证券研究所

图 11：公司经典医院项目：浙江萧山医院



资料来源：公司官网，东方证券研究所

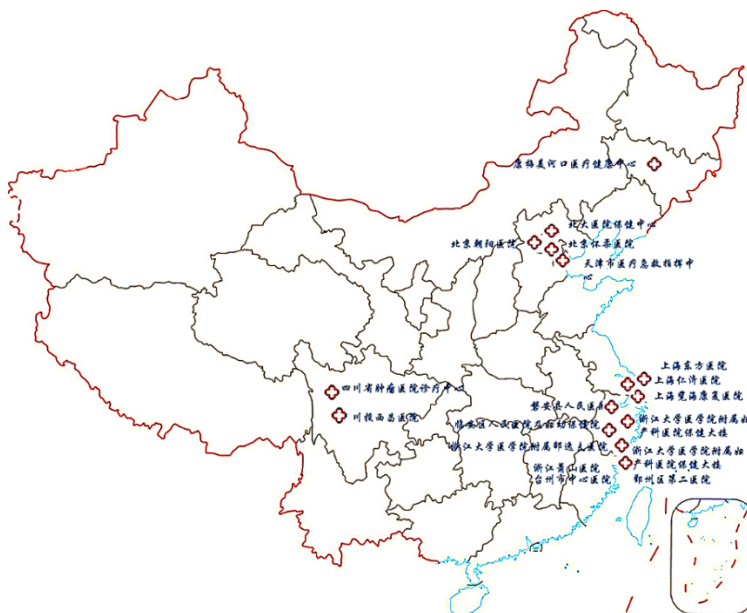
图 12：公司经典学校项目：绵阳富乐国际学校



资料来源：公司官网，东方证券研究所

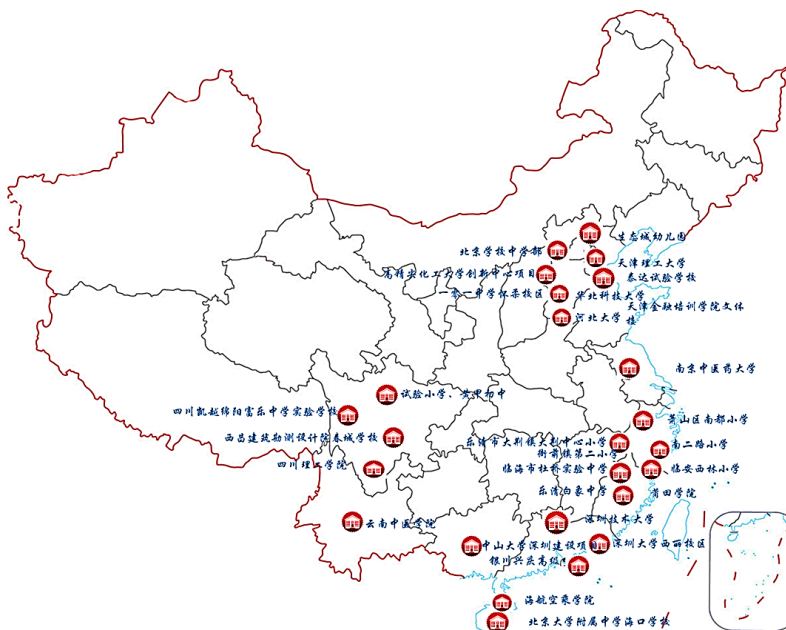
公司品牌影响力有望逐步覆盖全国。公司致力于打造装配式医院第一品牌，并逐渐走出浙江、不断扩大在全国的影响力。根据公司公告进行统计，截至 20Q3 全国已建成及在建的医院项目共计 17 个，除华东地区外，四川、北京、吉林等省市也有分布；学校项目共计 28 个，分布则更加广泛。目前异地扩张已初见成效，这将为公司从地区性品牌向全国龙头的发展打下基础。

图 13: 公司已建成及在建的装配式医院项目 (截至 20H1)



资料来源：公司公开资料，东方证券研究所

图 14：公司已建成及在建的装配式学校项目（截至 20H1）



资料来源：公司公开资料，东方证券研究所

装配式业务有望与集团“大健康”战略形成协同效应。公司大股东东南集团致力于打造钢结构+大健康的特色商业模式，其中大健康业务主要包括医药项目投资、医药运营等，即医院的钢结构建造由公司承担，后端的运营则由集团负责，这一模式已在杭州萧山医院等多个项目上取得了成功。通过这些成功的样板工程，未来公司在客户拓展以及继续延伸产业链价值方面也将有望取得更大的突破。

钢结构公建市场需求有望持续景气

我国钢结构在商业、公共建筑等领域应用最为广泛。与美国等发达国家类似，中国钢结构最早的应用主要集中在公共建筑、办公用楼和商业用楼，特别在高层超高层建筑中钢结构充分发挥了高效、环保等特点，在公共建筑领域钢结构逐步替代了传统现浇混凝土结构。美国七八十年代建造的超高层建筑是以前所有量的4倍，且其中20%左右都采用钢结构体系，而中国目前在公共建筑和商业建筑领域钢结构的应用也已经十分普遍，2018年高层建筑和大跨度空间结构中钢结构应用比例达到30.5%/25.5%。

表 6：中国的钢结构在各类工程中的应用比例

年份	高层（非住宅）大跨度空间结构		轻钢结构	网架	桥梁	塔桅	住宅
2011	25.2%	27.3%	31.5%	12.6%	2.1%	1.4%	/
2012	25.8%	30.9%	25.8%	14%	2.2%	0.6%	0.7%
2013	32.8%	27.2%	15.2%	14.4%	7.2%	/	3.2%
2014	27.1%	35.6%	24%	7%	4.5%	/	1.5%
2015	28.9%	32.5%	18.4%	10.5%	5.2%	1.7%	3.5%
2018	30.5%	25.5%	/	/	/	/	3.8%

资料来源：产业信息网，智研咨询，东方证券研究所

注：标记“/”表示暂无数据

政策推动下未来多省市公共建筑将优先采用钢结构装配式结构。由于钢结构相对传统建筑具备环保、高效以及可化解钢铁过剩产能等优势，近几年在医院、学校等政府主导的公共建筑项目中采用钢结构的比例在持续提升。到2020年，住建部在《绿色建筑创建行动方案》中提出新建公共建筑原则上要采用钢结构的指导意见，同时各省市政府也相继出台了鼓励在公共建筑中采用钢结构的相关政策，其中浙江省明确提出政府投资的公共建筑以及单体建筑面积超过2万平方米的机场、车站、商场、写字楼等大型公共建筑全面应用钢结构。

表 7：全国各地区推广公共建筑钢结构的相关政策

地区	政策内容
浙江省	推动政府投资的公共建筑，以及单体建筑面积超过2万平方米的机场、车站、宾馆、饭店、商场、写字楼等大型公共建筑全面应用钢结构。
山东省	学校、医院、博物馆、科技馆、体育馆等公益性建筑以及单体建筑面积超过2万m²的大型公共建筑宜采用装配式钢结构。

有关分析师的申明，见本报告最后部分，其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

江西省	在大型公共建筑和工业厂房优先采用装配式钢结构
河北省	在公共建筑中大力推广钢结构，在住宅建设中积极稳妥推进钢结构应用，促进钢铁产业化解过剩产能和转型升级。
海南省	在政府投资的公共建筑，以及单体建筑面积超过 2 万 m^2 的机场、车站、宾馆、饭店、商场、写字楼等大型公共建筑、大跨度工业厂房建造中优先采用装配式钢结构建筑。
北京市	鼓励学校、医院、体育馆、商场、写字楼等新建公共建筑优先采用钢结构建筑，其中政府投资的单体地上建筑面积 1 万 m^2 （含）以上的新建公共建筑应采用钢结构建筑。
云南省	倡导社会投资的部品部件通用率较高的公共建筑采用钢结构装配式技术
甘肃省	大跨度、大空间、100 米以上的超高层建筑、市政桥梁和单体建筑面积超过 2 万 m^2 的公共建筑，积极推广应用钢结构装配式。
宁夏省	大型公共建筑和工业厂房优先采用钢结构装配式。

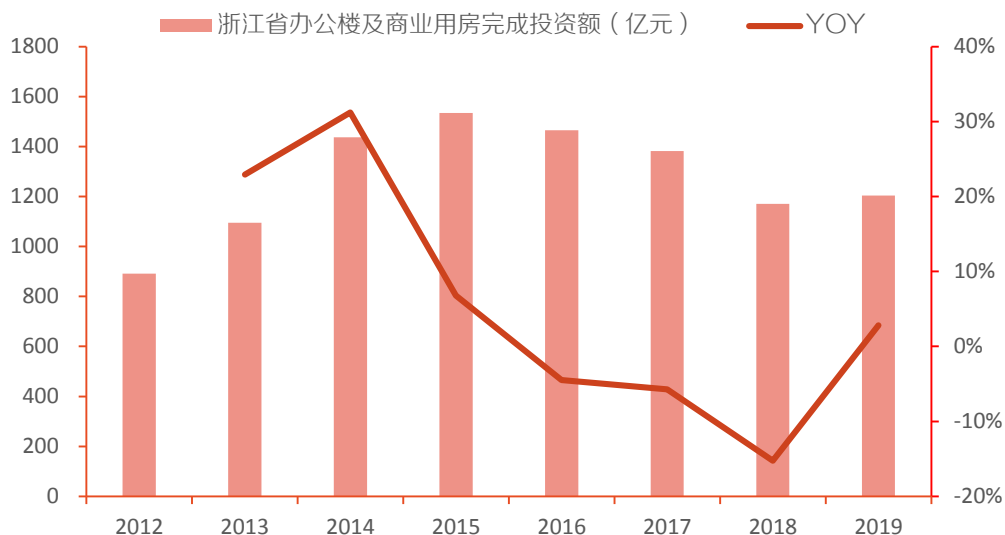
资料来源：各地区住建部、发改委，东方证券研究所

预计浙江省每年采用钢结构的公共建筑投资超 400 亿元。由于钢结构公建需求确定性较强，未来浙江省是公司的首选市场。根据浙江省发改委发布的 2020 年公共建筑投资计划，全省政府直接投资（包括省级政府和地市级政府）的公共建筑总计 84.49 亿，这些项目基本上采用钢结构，其中学校、医院类项目合计占比高达 74%。对于非政府直接投资的其他公共建筑项目，根据国家统计局数据 2019 年浙江省商业建筑（包括办公楼和商业用房）完成投资额 1204 亿，我们假设 20 年投资额与 19 年相同；根据产业信息网的统计近几年大约 30% 的高层（非住宅）建筑采用钢结构，我们假设 20 年商业建筑投资中 30% 为钢结构建筑，可得到全年浙江省钢结构商业建筑投资额为 361 亿。将政府直接投资和商业建筑中的钢结构投资加总后，得到 20 年采用钢结构的公共建筑总投资为 446 亿。

表 8：2020 年浙江省公共建筑投资计划

项目	金额（亿元）	占比
总投资	84.49	100%
其中：		
学校	31.59	37.39%
医院	30.73	36.37%
其他	22.17	26.24%

资料来源：浙江省发改委，东方证券研究所

图 15：浙江省历年办公楼及商业用房的投资额


资料来源：wind，东方证券研究所

整个华东地区的市场空间超 1200 亿，公司市占率估计不到 5%，未来仍有较大提升空间。除了浙江省外，公司在华东地区的上海、江苏等也有较好的业务基础，因此我们将上海、江苏视为公司的第二大潜在市场。根据国家统计局，2019 年上海及江苏的商业建筑（包括办公楼和商业用房）合计完成投资额 2617 亿，同样按照 30% 的钢结构比例计算，可得到其中的钢结构商业建筑投资额为 785 亿。在不考虑江苏、上海政府直接投资项目的情况下，华东地区（即江浙沪）每年钢结构公共建筑市场需求总计达到 1231 亿，而 19 年公司钢结构业务收入为 57 亿，市占率仅有 4.6%。

表 9：华东地区的钢结构公共建筑市场空间及公司市占率估算

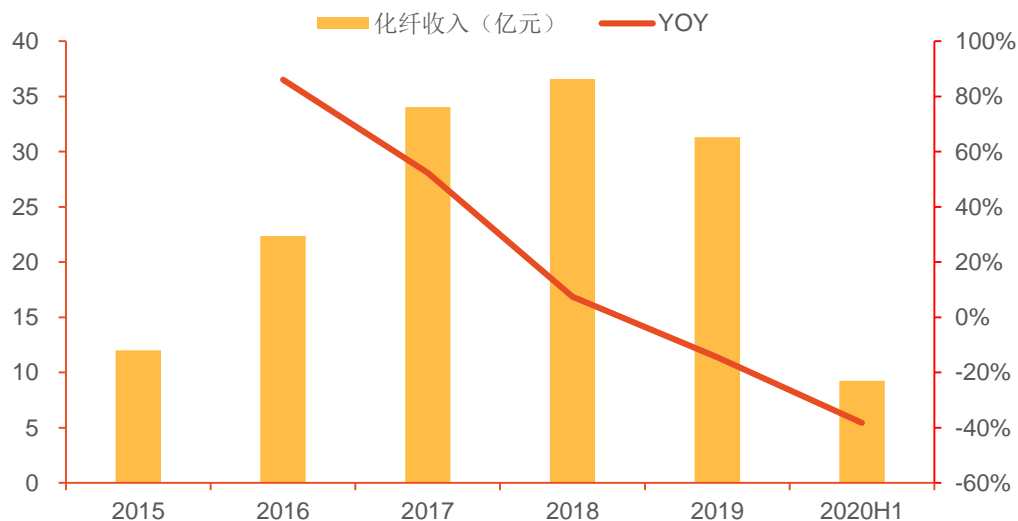
地区	市场空间（亿元）	市占率
浙江	446	--
上海	344	--
江苏	441	--
合计	1231	4.63%

资料来源：发改委，wind，东方证券研究所

化纤业务筑底，未来对业绩的拖累有望减小

下游需求萎缩/原材料减值双重影响下公司化纤板块或迎来业绩最低点。除了钢结构主业以外，以涤纶为主要产品的化纤板块也是公司的另一块重要业务。公司所生产的涤纶长丝下游为服装行业和家纺行业，2019 年至今受到国内消费需求下滑、中美贸易摩擦以及新冠疫情等影响，下游订单萎缩导致公司业绩出现下滑，19 年/20H1 化纤业务收入 YOY-14%/-38%；另一方面，20H1 化纤业务整体盈利方面亏损了 9000 万，主要是由于年初原油价格暴跌带动 PTA、乙二醇等涤纶原材料价格下滑，公司相应对已有的原材料库存计提了减值。整体来看，今年多方面不利因素影响下，公司的化纤业务或将出现较大的下滑，同时板块整体有望筑底。

图 16：公司的化纤业务收入情况



资料来源：wind，东方证券研究所

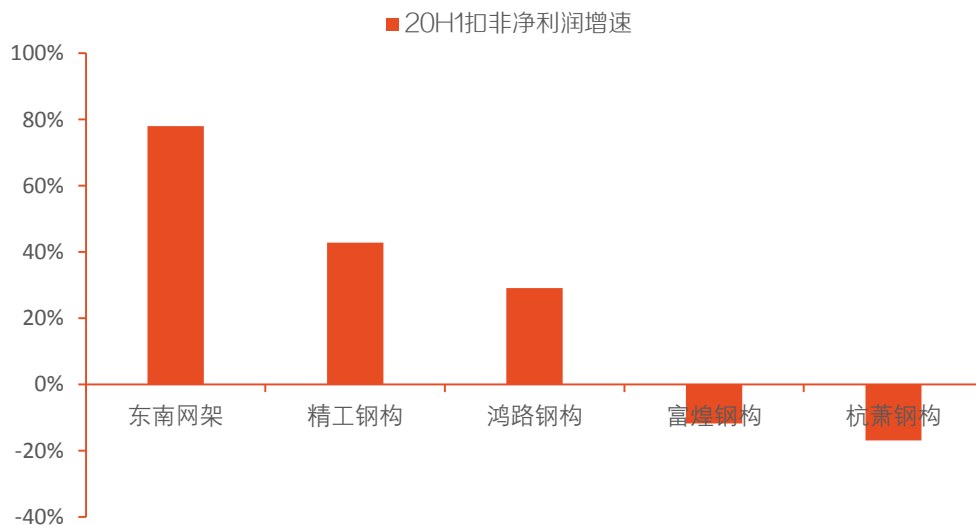
图 17：化纤主要原材料的价格走势



资料来源：wind，东方证券研究所

20H1 公司钢结构主业盈利增速高于同行，未来景气度改善后化纤板块对业绩拖累有望减弱。如果扣除上半年化纤业务 9000 万减值损失的话，公司的整体盈利（扣非后）将达到 3.13 亿，YOY+78%，增速明显高于其他上市钢结构公司。我们判断，当前化纤业务已经处于景气的低点，未来景气度改善后对于公司整体业务的拖累有望逐步减弱，另一方面公司未来化纤产能将不会继续扩张，化纤板块整体的比重将逐渐降低，钢结构主业高增长的利润将得到充分释放。

图 18：20H1 钢结构上市公司的扣非净利润增速对比



资料来源：wind，东方证券研究所

注：东南网架采用扣除 9000 万存货减值后的调整扣非净利润来计算业绩同比增速

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们根据订单情况对公司收入进行预测，预计 20-22 年总收入 103.65/133.31/172.70 亿元，YOY+16%/29%/30%，总订单 120/180/234 亿，YOY+42%/50%/30%。各业务拆分如下：

1) 钢结构分包业务：由于公司仅在 2019 年后公布工程总承包的订单数据，因此我们假设 2018 年前新签订单均为钢结构分包。预计 20-22 年新签订单 48/50/50 亿元，YOY-30%/+5%/0%，下降较多主要由于公司转型后更多资源用于承接 EPC 订单；订单转化率 48%/48%/48%，与前几年的平均水平保持一致。最后可得到钢结构分包业务收入 53.98/52.26/51.37 亿元，YOY-6%/-3%/-2%。

2) 工程总承包业务：20-22 年总包订单采用总订单-分包订单的方式进行预测，倒推得到 20-22 年总包新签订单 72/130/184 亿元，YOY+350%/+80%/+42%，转型后公司的 EPC 订单规模有望取得快速增长，其中 20Q1-Q3 EPC 预计新签订单 55 亿，我们认为全年实现 72 亿新签订单的概率较大。订单转化率 28%/29%/30%，逐年提升主要由于未来公司在总承包方面的管理能力提升、以及临近 2022 年亚运会相关的大型项目需要赶进度。最后可得到工程总承包业务收入 24.64/55.96/96.18 亿元，YOY+127%/+72%（其中 20 年为首次在报表中披露该业务收入因此无同比数据）。

3) 化纤业务：根据公司的发展规划，化纤业务并非其主要发展业务因此现有产能不会再继续扩大，根据前三季度销售情况预计 20 年销量 YOY-20%，21-22 年有望企稳；单吨售价 6611/6611/6611 元，YOY-5%/0%/0%，20 年价格下滑主要受到原油价格拖累以及疫情导致的需求萎缩影响，同时我们也认为今年行业景气度有望筑底因此 21-22 年价格将企稳。最后可得到化纤业务收入 23.81/23.81/23.81 亿元，YOY-24%/0%/0%。

4) 其他业务：该部分业务主要是公司的废钢、边角料销售收入，未来公司产能增加后这部分业务规模也会有所扩大，我们预计 20-22 年收入为 1.22/1.28/1.34 亿，YOY+0%/+5%/+5%。

表 10：公司主要业务收入预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
钢结构分包					
新签订单（亿元）	56.01	68.58	48	50.4	50.4
YOY	-22.34%	22.44%	-30.01%	5.00%	0.00%
收入（亿元）	49.13	57.22	53.98	52.26	51.37
YOY	13.75%	16.46%	-5.66%	-3.18%	-1.71%
订单转化率	48.06%	47.03%	48%	48%	48%
未完成订单（亿元）	53.10	64.46	58.48	56.62	55.65
工程总承包					
新签订单（亿元）		16	72	129.6	183.6
YOY			350.00%	80.00%	41.67%
收入（亿元）			24.64	55.96	96.18
YOY				127.10%	71.88%
订单转化率			28%	29%	30%
未完成订单（亿元）		16	63.36	137.0016	224.42

化纤					
销量（万吨）	44.07	45.02	36.02	36.02	36.02
YOY	-6.41%	2.16%	-20%	0%	0%
单价（元/吨）	8305.70	6959.11	6611.15	6611.15	6611.15
YOY	14.88%	-16.21%	-5%	0%	0%
收入（亿元）	36.60	31.33	23.81	23.81	23.81
YOY	7.52%	-14.41%	-24.00%	0.00%	0.00%
其他业务					
收入（亿元）	1.21	1.22	1.22	1.28	1.34
YOY	78.52%	0.37%	0	5%	5%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

注：订单转化率=当年收入/(上一年未完成订单+当年新签订单)

毛利率方面，预计 20-22 年钢结构分包业务毛利率为 17%/16%/15%，20 年较高主要由于前期部分结算项目的毛利率较高，其中 Q1-Q3 实际毛利率达到 17.63%；工程总承包业务毛利率为 13.6%/13.6%/13.6%，与 20H1 该业务首次披露时的毛利率基本保持一致；化纤业务毛利率为-2%/1%/1%，20 年毛利率较低主要由于原油价格暴跌造成原材料库存减值，预计 21-22 年相关不利因素消除后毛利率有望回升；其他业务毛利率为 60%/60%/60%，与前几年水平相当。

综合各业务的成本收入，得到汇总分类预测表如下。

主要业务收入分类预测表					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
钢结构分包					
销售收入（百万元）	4,913.2	5,721.8	5,398.0	5,226.1	5,136.8
增长率	13.8%	16.5%	-5.7%	-3.2%	-1.7%
毛利率	12.6%	14.5%	17.0%	16.0%	15.0%
工程总承包					
销售收入（百万元）			2,464.0	5,595.8	9,618.0
增长率				127.1%	71.9%
毛利率			13.6%	13.6%	13.6%
化纤					
销售收入（百万元）	3,660.3	3,133.0	2,381.1	2,381.1	2,381.1
增长率	7.5%	-14.4%	-24.0%	0.0%	0.0%
毛利率	6.6%	4.4%	-2.0%	1.0%	1.0%
其他业务					
销售收入（百万元）	121.1	121.6	121.6	127.6	134.0
增长率	78.5%	0.4%	0.0%	5.0%	5.0%
毛利率	62.1%	59.1%	60.0%	60.0%	60.0%
合计	8,694.6	8,976.4	10,364.6	13,330.7	17,269.9
增长率	11.6%	3.2%	15.5%	28.6%	29.6%
综合毛利率	10.8%	11.6%	12.3%	12.7%	12.7%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

公司是华东钢结构工程施工龙头，在装配式学校、医院等建设领域具备差异化竞争优势，向 EPC 转型后业务规模有望实现快速增长。由于 1) 公司的主营业务为工程施工，钢结构分包及 EPC 项目大部分都需要部分垫资；2) 化纤生产过程中的库存（原材料、在产品等）会占用部分营运资金，报表的现金流不能完全反映出公司的真实盈利水平，采用绝对估值法进行估值会与实际情况产生一定的偏差，因此我们采用相对估值法对公司进行估值。

参考可比公司平均估值给与公司 21 年 21X PE，对应目标价 10.50 元。我们选择其他钢结构以及装配式建筑产业链的 A 股公司作为可比公司，2020 年-2022 年可比公司调整后平均 PE 估值为 24/19/15X。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.37/0.50/0.66 元/股，目前股价对应 PE 分别为 20.4/15.1/11.5X，21-22 年 CAGR+30.94%，由于未来公司的盈利增速高于可比公司平均值，我们给予 10%的估值溢价，给予公司 2021 年 21X PE，对应目标价为 10.50 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 11：可比公司估值

公司名称	代码	21-22 年净利润 CAGR	最新价格 (元)	每股收益 (元)				市盈率			
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
鸿路钢构	002541	23.58%	38.10	1.07	1.37	1.79	2.21	35.69	27.84	21.31	17.24
精工钢构	600496	24.97%	5.20	0.20	0.29	0.37	0.46	25.95	17.71	14.07	11.26
杭萧钢构	600477	30.25%	4.17	0.22	0.37	0.33	0.42	19.15	11.42	12.83	9.85
富煌钢构	002743	36.99%	8.13	0.27	0.40	0.54	0.74	30.29	20.48	15.10	11.02
日上集团	002593	26.67%	3.77	0.12	0.12	0.15	0.19	32.09	30.38	25.13	19.84
亚厦股份	002375	23.53%	9.14	0.32	0.33	0.42	0.52	28.77	27.44	21.53	17.43
华阳国际	002949	31.85%	25.22	0.69	0.90	1.21	1.59	36.30	28.02	20.87	15.83
调整后平均		27.46%						30.56	24.30	18.57	14.56
东南网架	002135	30.94%	7.58	0.26	0.37	0.50	0.66	29.30	20.40	15.10	11.50

资料来源：朝阳永续，东方证券研究所

注：可比公司盈利预测均为朝阳永续一致预期，最新价格为 2020 年 11 月 2 日收盘价；调整后平均为去掉最大值和最小值后的平均值

风险提示

新签订单及订单转化率不及预期。盈利预测中的收入受新签订单增速和订单转化率的影响较大，我们综合历史以及行业整体发展情况对两项指标进行预测，但如果宏观环境、公司经营目标等发生较大变化，可能会造成实际的订单增速及转化率不及预期。

表 12：EPC 订单转化率对 2020-2022 年净利润增速的敏感性分析

EPC 订单转化率	2020 净利润增速	2021 净利润增速	2022 净利润增速
25%	44.58%	36.04%	29.81%
28%	44.01%	35.21%	30.49%

29%	43.82%	34.94%	30.72%
30%	43.62%	34.66%	30.94%
33%	43.05%	33.83%	31.62%

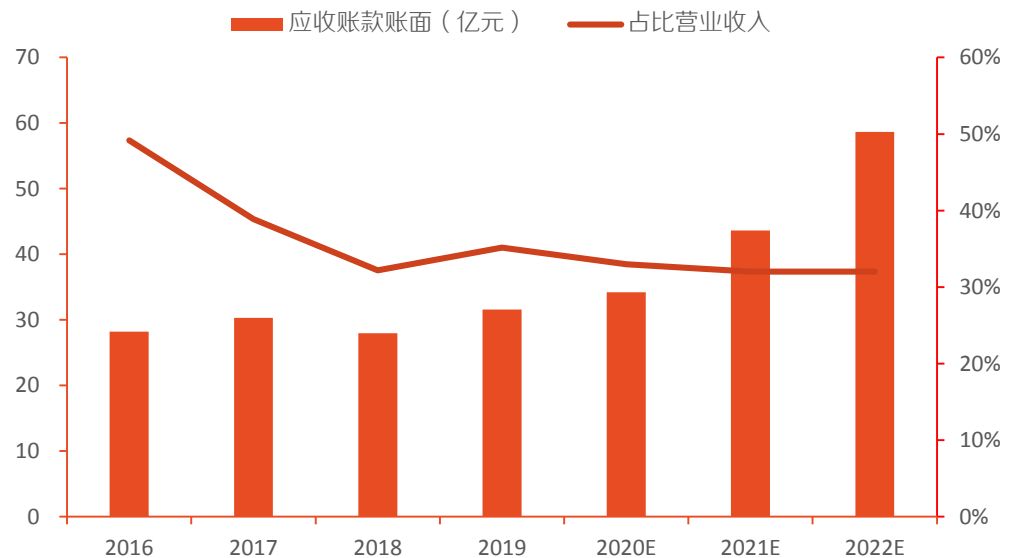
资料来源：wind，东方证券研究所

注：在每一年的敏感性测试中仅变动当年的订单转化率，其他年份的订单转化率保持基准预测值；灰色底纹标注的为基准假设

钢材价格大幅波动风险。钢材是钢结构产品的主要原材料，虽然公司采用成本加成的定价机制，可以适当将钢材价格波动风险转嫁给下游客户。但在实际执行过程中，受管理精确性、资金周转情况等因索制约，公司无法保证所有合同在收到客户首笔定金后其原材料得到及时采购，从而产生部分敞口风险。

应收账款坏账风险。建筑行业是典型的资金驱动型行业，垫资施工的经营模式使得建筑企业的应收账款和长期应收款占用资金比例较大。随着公司 EPC 业务规模逐年增长，未来应收款项可能继续保持增长，相应的坏账损失风险增加。

图 19：公司应收账款账面价值及占营业收入的比例



资料来源：wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,143	1,168	1,570	1,733	2,245	营业收入	8,695	8,976	10,365	13,331	17,270
应收票据、账款及款项融资	3,065	3,431	3,731	4,666	6,044	营业成本	7,759	7,937	9,086	11,631	15,084
预付账款	95	83	104	133	173	营业税金及附加	22	22	25	31	40
存货	3,304	3,742	4,270	5,583	7,240	营业费用	28	29	33	42	52
其他	270	150	184	233	273	管理费用及研发费用	562	591	643	827	1,053
流动资产合计	7,877	8,574	9,859	12,348	15,975	财务费用	72	64	114	130	176
长期股权投资	300	289	300	300	300	资产、信用减值损失	71	41	42	83	94
固定资产	1,758	1,638	1,502	1,410	2,158	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	36	321	542	919	414	投资净收益	(2)	(21)	(10)	(5)	(5)
无形资产	207	201	190	179	167	其他	12	10	21	10	11
其他	149	420	296	311	321	营业利润	189	282	432	592	776
非流动资产合计	2,449	2,869	2,829	3,118	3,360	营业外收入	7	23	15	10	10
资产总计	10,327	11,443	12,688	15,466	19,335	营业外支出	3	2	5	5	5
短期借款	1,712	1,737	1,800	2,297	3,349	利润总额	194	303	442	597	781
应付票据及应付账款	3,852	4,461	5,179	6,863	8,900	所得税	12	38	53	72	94
其他	688	587	716	820	943	净利润	181	265	389	525	687
流动负债合计	6,251	6,785	7,695	9,979	13,192	少数股东损益	11	(2)	4	5	7
长期借款	0	225	225	225	225	归属于母公司净利润	171	267	385	520	681
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	0.17	0.26	0.37	0.50	0.66
其他	29	26	0	0	0	主要财务比率					
非流动负债合计	29	251	225	225	225		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	6,280	7,037	7,920	10,204	13,417	成长能力					
少数股东权益	13	129	132	138	145	营业收入	11.6%	3.2%	15.5%	28.6%	29.6%
实收资本（或股本）	1,034	1,034	1,034	1,034	1,034	营业利润	69.8%	49.0%	53.4%	36.9%	31.2%
资本公积	2,086	2,086	2,086	2,086	2,086	归属于母公司净利润	64.8%	56.7%	44.0%	34.9%	30.9%
留存收益	913	1,158	1,515	2,004	2,653	获利能力					
其他	0	0	0	0	0	毛利率	10.8%	11.6%	12.3%	12.7%	12.7%
股东权益合计	4,046	4,407	4,768	5,262	5,918	净利率	2.0%	3.0%	3.7%	3.9%	3.9%
负债和股东权益总计	10,327	11,443	12,688	15,466	19,335	ROE	4.3%	6.4%	8.6%	10.7%	12.5%
现金流量表						ROIC	4.3%	4.9%	7.3%	8.7%	9.6%
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	偿债能力					
净利润	181	265	389	525	687	资产负债率	60.8%	61.5%	62.4%	66.0%	69.4%
折旧摊销	188	196	148	150	190	净负债率	16.5%	18.0%	10.6%	15.9%	23.3%
财务费用	72	64	114	130	176	流动比率	1.26	1.26	1.28	1.24	1.21
投资损失	2	21	10	5	5	速动比率	0.73	0.71	0.73	0.68	0.66
营运资金变动	(407)	(80)	(129)	(622)	(1,049)	营运能力					
其它	(75)	(147)	140	68	84	应收账款周转率	2.4	2.4	2.6	2.9	3.0
经营活动现金流	(39)	320	672	256	94	存货周转率	2.5	2.2	2.3	2.4	2.4
资本支出	(122)	(346)	(221)	(423)	(422)	总资产周转率	0.9	0.8	0.9	0.9	1.0
长期投资	(310)	20	(11)	0	0	每股指标（元）					
其他	(30)	(193)	(10)	(5)	(5)	每股收益	0.17	0.26	0.37	0.50	0.66
投资活动现金流	(461)	(518)	(241)	(428)	(427)	每股经营现金流	-0.04	0.31	0.65	0.25	0.09
债权融资	(310)	123	50	0	0	每股净资产	3.90	4.14	4.48	4.95	5.58
股权融资	(6)	0	0	0	0	估值比率					
其他	382	52	(79)	335	846	市盈率	45.9	29.3	20.4	15.1	11.5
筹资活动现金流	66	174	(29)	335	846	市净率	1.9	1.8	1.7	1.5	1.4
汇率变动影响	3	(0)	-0	-0	-0	EV/EBITDA	19.8	16.4	12.8	10.2	7.8
现金净增加额	(430)	(24)	402	163	512	EV/EBIT	34.0	25.7	16.3	12.3	9.3

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn