

投资评级 **优于大市** 首次覆盖

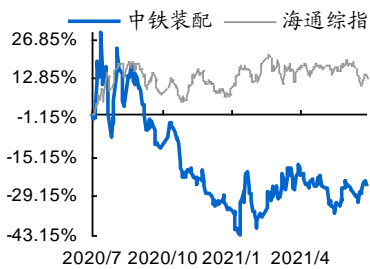
领先的装配式建筑一体化提供商，背靠中铁发挥协同效应

股票数据

07月01日收盘价(元)	13.13
52周股价波动(元)	9.99-23.23
总股本/流通A股(百万股)	246/170
总市值/流通市值(百万元)	3229/2238

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	2.9	1.8	-4.0
相对涨幅(%)	4.7	-0.2	-6.5

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 张欣劼

Email: zxj12156@htsec.com

证书: S0850518020001

分析师: 李富华

Tel: (021)23154134

Email: lfh12225@htsec.com

证书: S0850518050001

投资要点:

- 国内领先的装配式建筑部品部件供应商和集成商。** 公司是国内领先的装配式建筑部品部件供应商和集成商，主营业务为新型墙体材料、建筑结构材料、室内外装饰材料、园林景观材料以及集成房屋等装配式建筑产品的研发、生产、销售和组装，可提供装配式建筑全套解决方案。公司的装配式建筑分为结构装配式建筑和装饰装配式建筑两种模式，多年来完成了各类装配式工程项目，包括公寓住宅、公共办公、大型场馆等。经过股权转让，目前中国中铁为公司的控股股东，国务院国资委为实际控制人。
- 装配式行业保持高景气。** 近几年我国装配式建筑新开工面积快速增长，由2016年的11400万平方米增长到2020年的63000万平方米，年均复合增速达53.32%，2020年同比增速为50%，占新建建筑面积的比例约为20.5%。我们认为在政策推动下，未来几年行业景气度仍有望保持较高水平，根据出台的《关于大力发展装配式建筑的指导意见》，2025年装配式建筑占新建建筑面积比例将达到30%，如果新建建筑面积保持不变，我们测算到2025年装配式建筑新开工面积将达9.22亿平方米，年均复合增速达7.91%。
- 公司背靠中铁，协同效应明显。** 公司背靠中铁，具有明显的协同效应，有利于1)公司拓展业务；2)公司拓宽融资渠道，降低资金成本；3)央企规范的管理体制的嵌入，有利于提升公司治理水平和经营管理水平，有效发挥管理协同效应，可促进公司进一步做强做优做大，实现跨越式发展。2021年公司与中铁预计在工程施工、装配式建筑部品部件销售方面有25亿元(合同签订金额或预计金额)的关联交易；2020年公司收入规模仅9.9亿元，可见空间较大。
- 公司产能布局完善，目前能提供装配式一体化服务。** 2019年公司宿迁基地顺利投产，具有生产装配式建筑墙体材料、结构材料、功能材料的能力，在国内行业中处于领先技术水平。此外，公司还在北京、新疆吐鲁番、新疆喀什、新疆乌苏、江苏宿迁布局生产营销基地，以生产基地拓展市场，形成全国性营销网络。公司具备新型墙体材料年产能400多万平米，生产配套部品部件200多万平米。公司产业链一体化发展，提供前端设计、部品部件生产、主体搭建、内外部装修等的集成化服务，成本优势明显。
- 投资建议。** 装配式建筑行业高景气度有望持续，公司背靠中铁，自身技术优势明显，产业链一体化，产能布局完善，业绩有望快速增长。我们预计公司21-22年EPS分别为0.41和0.56元，给予2021年40-50倍市盈率，合理价值区间16.4-20.5元，首次覆盖，给予“优于大市”评级。
- 风险提示。** 回款风险，业务拓展风险，政策风险。

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	954	991	1286	1667	2079
(+/-)YoY(%)	23.8%	3.9%	29.7%	29.6%	24.7%
净利润(百万元)	67	14	101	137	180
(+/-)YoY(%)	-5.0%	-79.1%	614.3%	35.6%	31.7%
全面摊薄EPS(元)	0.27	0.06	0.41	0.56	0.73
毛利率(%)	23.4%	21.9%	26.7%	26.7%	26.8%
净资产收益率(%)	4.4%	0.9%	6.2%	7.8%	9.4%

资料来源: 公司年报(2019-2020), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 国内领先的装配式建筑部品部件供应商和集成商	5
2. 装配式行业景气度提升，未来几年有望保持高水平	7
3. 公司背靠中铁，协同效应明显，提供装配式产业链一体化服务	8
3.1 背靠中铁，具有明显的协同效应	8
3.2 优化产能，完善区域布局	10
3.3 产业链一体化，提供集成服务，成本优势明显	11
4. 盈利预测与评级	13
5. 风险提示	14
财务报表分析和预测	15

图目录

图 1	公司改制后, 并于 2015 年 3 月成功上市	5
图 2	中国中铁为公司的控股股东, 国务院国资委为实际控制人	5
图 3	公司产品以集成房屋为主, 还包括部品部件、贸易等	6
图 4	公司业务集中于华北、华东、西北等地区	6
图 5	集成房屋设计示例	7
图 6	结构装配式建筑示例	7
图 7	装饰装配式建筑示例	7
图 8	工程案例: 长阳半岛运动休闲中心	7
图 9	50 岁以上农民工比例占比不断提升	7
图 10	近几年我国装配式建筑新开工面积快速增长	8
图 11	中国中铁成为公司的控股股东, 实际控制人为国务院国资委	9
图 12	中国中铁新签房建订单快速增长, 可以为公司带来业务协同	9
图 13	2019 年宿迁基地营收占公司营收的 29.23%	10
图 14	公司在全国建立了多个生产基地, 完善区域布局	11
图 15	公司的装配式建筑技术、部品部件及主编/参编的标准多次被列入推广目录	12
图 16	公司提供前端设计、部品部件生产、主体搭建、内外部装修等的集成服务	12
图 17	公司具有比较明显的成本优势	13

表目录

表 1 公司主要产品包括装配式建筑部品部件和集成产品.....	6
表 2 2025 年我国装配式建筑新开工面积和装配式建筑占比年均增幅的敏感性分析.....	8
表 3 八大央企 2020 年房屋建筑订单.....	10
表 4 分项业务预测表.....	14
表 5 可比公司估值表.....	14

1. 国内领先的装配式建筑部品部件供应商和集成商

中铁装配，原名恒通科技，成立于2006年10月，于2010年改制为股份有限公司，并于2015年3月在深圳创业板上市。2020年，因中国中铁成为其控股股东，公司由“北京恒通创新赛木科技股份有限公司”更名为“中铁装配式建筑股份有限公司”。公司是国内领先的装配式建筑部品部件供应商和集成商，是住建部认定的第一批装配式建筑产业基地、住建部建筑节能新材料产业化示范基地、北京市高新技术企业。

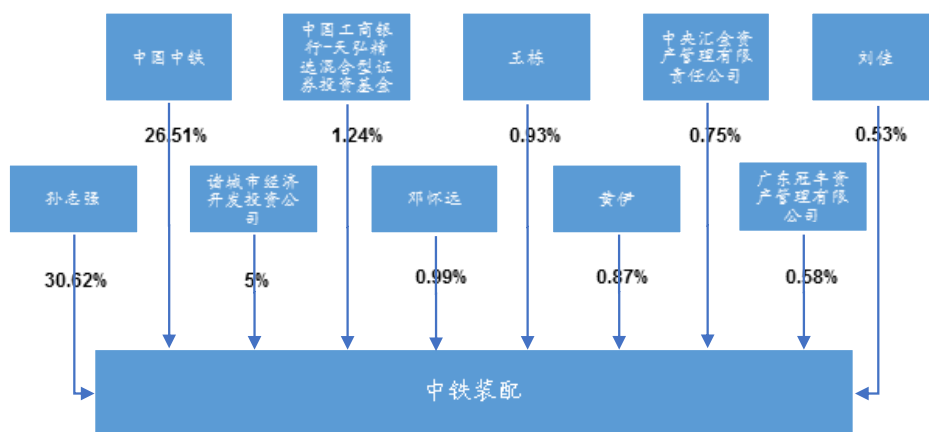
图1 公司改制后，并于2015年3月成功上市



资料来源：公司官网，招股说明书，海通证券研究所

中国中铁为公司的控股股东，国务院国资委为实际控制人。截至2020年末，董事长孙志强是最大股东，持股30.62%，但放弃了其所持的表决权；而中国中铁股份有限公司为第二大股东，持股26.51%，成为公司的控股股东，国务院国资委为实际控制人。

图2 中国中铁为公司的控股股东，国务院国资委为实际控制人



资料来源：wind，海通证券研究所。截至2020Q4

公司是国内领先的装配式建筑部品部件供应商和集成商，主营业务为新型墙体材料、建筑结构材料、室内外装饰材料、园林景观材料以及集成房屋等装配式建筑产品的研发、生产、销售和组装，可提供装配式建筑全套解决方案。从地区分布来看，中铁装配的业务主要集中在华北、华东、西北地区。公司在北京、新疆、江苏共建立五大生产基地，以此为基础拓展市场，产品覆盖全国各省市，并进军澳洲、非洲、南美洲、欧洲、

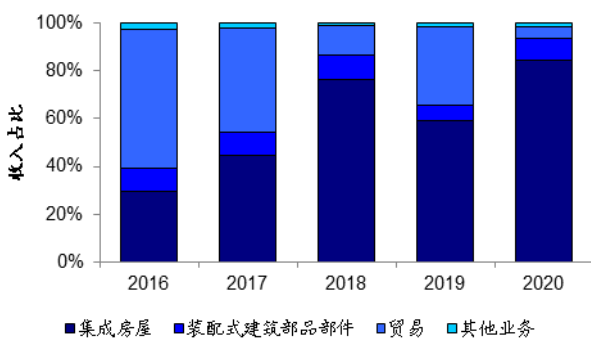
蒙古国、东南亚等海外市场。

表 1 公司主要产品包括装配式建筑部品部件和集成产品

类别	产品名称	产品内容	主要应用
装配式建筑部品部件	1 装配式墙体材料	无机集料阻燃木塑复合墙板	应用低层建筑，特别适合于模块化建筑和集成房屋，如别墅、集装箱房
		纤维增强水泥挤出成型中空墙板	应用于高层建筑、大型展馆、办公楼、住宅楼等各种装配式建筑的外围护墙、内隔墙，建筑室外挂板以及声屏障等场所
		装修一体化墙板	应用于木屋、海景房、活动房屋、建筑物隔断墙、围挡等应急建筑
		轻质水泥墙板	应用于各种公用建筑、民用建筑的内隔墙
2 装配式结构材料	装配式钢结构体系、钢筋桁架楼承板、PC 构件	装配式钢结构体系、钢筋桁架楼承板、PC 构件	应用于装配式建筑的钢结构体系
		室内装饰材料（内墙装饰挂板、SPC 地板）、室外装饰材料（复合生态外墙挂板、纤维增强水泥挤出生态外墙挂板、PE 外墙挂板、ASA 外墙挂板、共挤发泡外墙挂板、彩石金属瓦、合成树脂瓦）	应用于室内、室外装饰领域及市政园林建设、户外平台、别墅等领域
3 装配式装饰材料	装配式装饰材料	室内装饰材料（内墙装饰挂板、SPC 地板）、室外装饰材料（复合生态外墙挂板、纤维增强水泥挤出生态外墙挂板、PE 外墙挂板、ASA 外墙挂板、共挤发泡外墙挂板、彩石金属瓦、合成树脂瓦）	应用于室内、室外装饰领域及市政园林建设、户外平台、别墅等领域
4 装配式园林景观材料	装配式园林景观材料	一代户外地板材料（方孔地板、圆孔地板、实心地板）、二代户外地板材料（共挤户外地板）、木塑扶手、木塑方管、木塑欧式立柱、木塑板条、木塑龙骨	应用于户外园林景观、滨河公园、旅游景区栈道、体育馆平台、别墅庭院景观等领域。
装配式建筑集成产品	快装应急用房、集成别墅、文旅用集成房屋等	公司生产的装配式建筑集成产品主要以轻钢框架为承重结构，以无机集料阻燃木塑复合条板或纤维增强水泥挤出成型中空墙板为维护结构，以钢筋桁架楼层板或无机集料阻燃木塑复合条板为楼面结构，彩石金属瓦或树脂瓦为屋面结构，同时采用预制快装基础，最大限度提高装配化水平，缩短施工工期。	

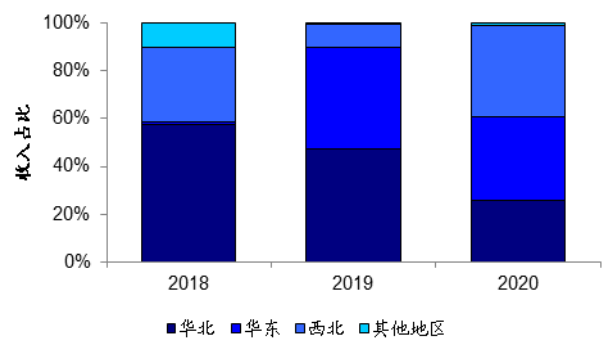
资料来源：公司 2020 年度报告，海通证券研究所

图 3 公司产品以集成房屋为主，还包括部品部件、贸易等



资料来源：wind，海通证券研究所

图 4 公司业务集中于华北、华东、西北等地区



资料来源：wind，海通证券研究所

公司的装配式建筑分为结构装配式建筑和装饰装配式建筑两种模式，多年来完成了各类装配式工程项目，包括公寓住宅、公共办公、大型场馆等，如长阳半岛运动休闲中心；公司作为装配式建筑部品部件的供应商和集成商，生产并销售各类产品，包括墙体材料、装饰材料和园林景观类部品部件。

图5 集成房屋设计示例



资料来源：公司官网，海通证券研究所

图6 结构装配式建筑示例



资料来源：公司官网，海通证券研究所

图7 装饰装配式建筑示例



资料来源：公司官网，海通证券研究所

图8 工程案例：长阳半岛运动休闲中心

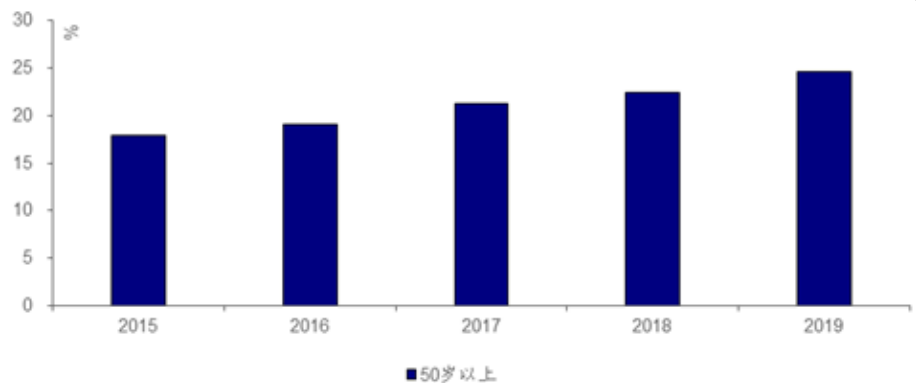


资料来源：公司官网，海通证券研究所

2. 装配式行业景气度提升，未来几年有望保持高水平

受环保及建筑工人“老龄化”影响，未来装配式建造方式将是趋势。根据广东建材协会搜狐号显示，近几年，我国每年建筑垃圾的排放总量约为 15.5 亿吨-24 亿吨之间，占城市垃圾的比重约为 40%。2020 年 5 月 8 日，住建部出台《关于推进建筑垃圾减量化的指导意见》，明确指出要减少建筑垃圾的产生。此外，建筑产业工人“老龄化”加剧，从年龄构成来看，农民工平均年龄为 40.8 岁，比上年提高 0.6 岁，50 岁以上农民工所占比重为 24.6%，比上年提高 2.2 个百分点，近五年来占比逐年提高。装配式建造方式的环保，资源使用效率高，且对人工使用少，工地较短等特性，可以有效解决上述问题，将是未来的发展趋势。

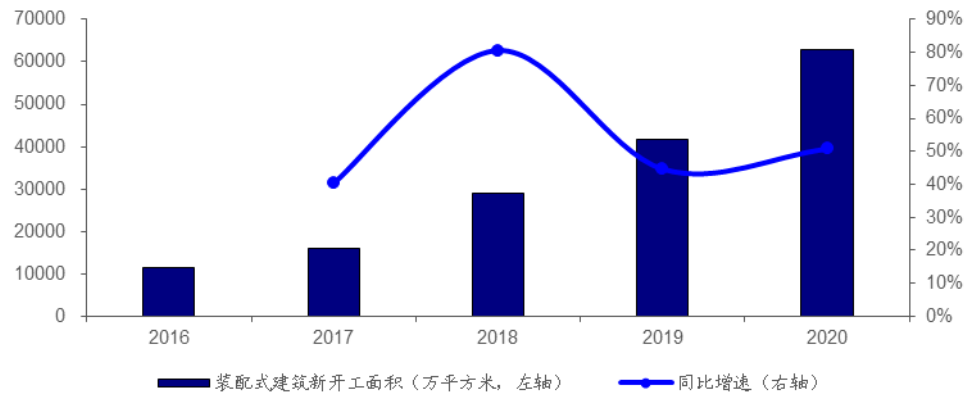
图9 50 岁以上农民工比例占比不断提升



资料来源：国家统计局，海通证券研究所

近几年我国装配式建筑新开工面积快速增长。由 2016 年的 11400 万平方米增长到 2020 年的 63000 万平方米，年均复合增速达 53.32%，2020 年同比增速为 50%，占新建建筑面积的比例约为 20.5%。

图10 近几年我国装配式建筑新开工面积快速增长



资料来源：住建部，海通证券研究所

未来几年行业景气度仍有望保持较高。根据住建部发布的《“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，根据住建部数据显示，2020 年装配式建筑占新建建筑面积的比例约为 20.5%，完成了目标。2016 年国家出台《关于大力发展装配式建筑的指导意见》，明确提出力争用 10 年左右时间，使装配式建筑占新建建筑面积比例达到 30%。我们根据敏感性分析，如果按照 2025 年 30% 目标来看，新建建筑面积即使不增长，到 2025 年装配式建筑新开工面积将达 9.22 亿平方米，年均复合增速达 7.91%。

表 2 2025 年我国装配式建筑新开工面积和装配式建筑占比年均增幅的敏感性分析

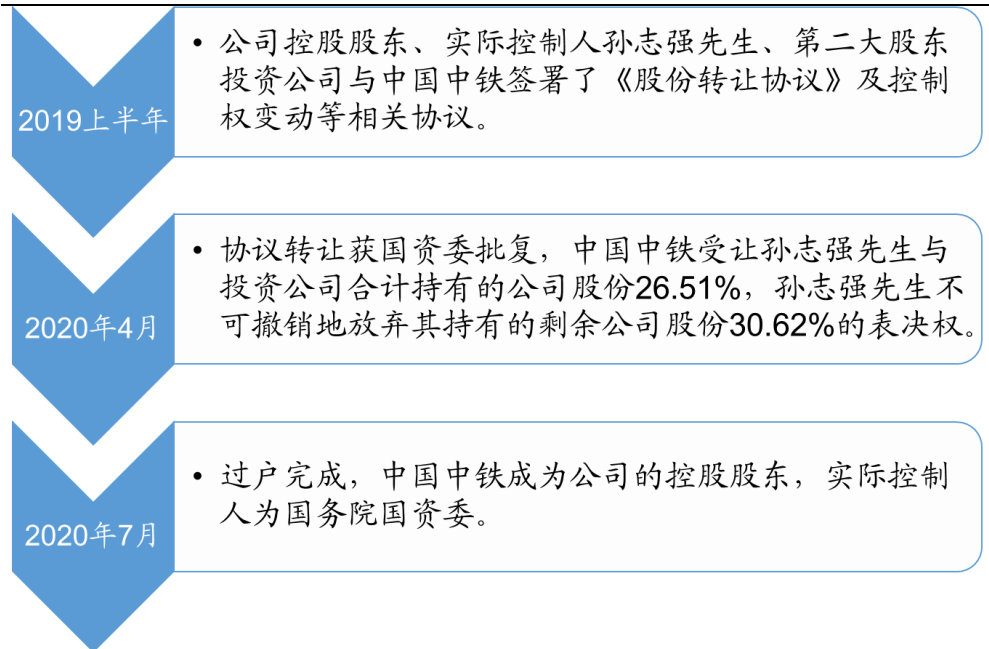
		新建建筑面积年均增速								
		-2.0%	-1.5%	-1.0%	-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
30% 目标	2025 年装配式建筑新开工面积 (万平方米)	83337	85485	87677	89913	92195	94523	96898	99320	101791
	2025 年装配式建筑新开工面积年均复合增速	5.75%	6.29%	6.83%	7.37%	7.91%	8.45%	8.99%	9.53%	10.07%

资料来源：国家统计局，住建部，海通证券研究所

3. 公司背靠中铁，协同效应明显，提供装配式产业链一体化服务

3.1 背靠中铁，具有明显的协同效应

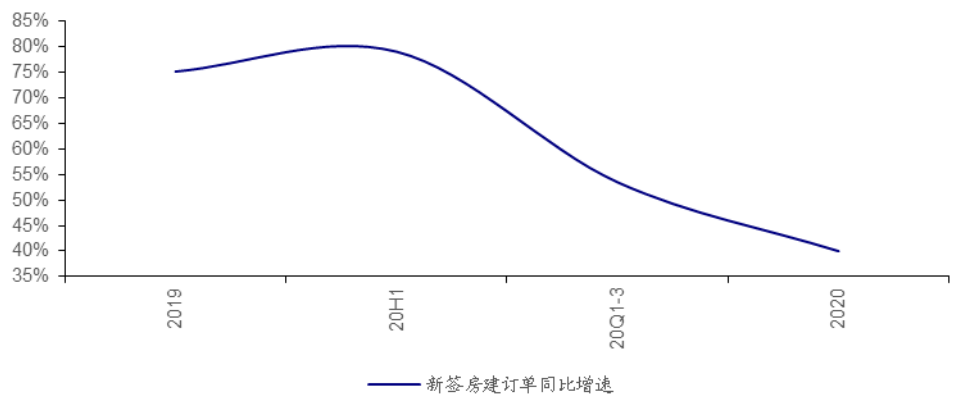
中国中铁成为公司控股股东。2019 年上半年，公司控股股东、实际控制人孙志强先生、第二大股东投资公司与中国中铁签署了《股份转让协议》及控制权变动等相关协议，2020 年 4 月，协议转让获国资委批复，中国中铁受让孙志强先生与投资公司合计持有的公司股份 26.51%，孙志强先生不可撤销地放弃其持有的剩余公司股份 30.62% 的表决权，中国中铁成为公司的控股股东，实际控制人为国务院国资委。

图11 中国中铁成为公司的控股股东，实际控制人为国务院国资委


资料来源：2019 年报，协议转让公司股份获国资委批复公告，中国中铁收购股份过户完成公告，海通证券研究所

背靠中国中铁，有助于公司做大做强。中国中铁是集勘察设计、施工安装、工业制造、房地产开发、资源矿产、金融投资和其他业务于一体的特大型企业集团，是全球最大建筑工程承包商之一，世界企业 500 强。中国中铁成为公司控股股东后，可实现公司与中国中铁的资源共享、优势互补、相互促进。中国中铁在建筑业务领域享有的行业地位和资源优势将有利于公司获得更高的发展平台和更多的商业机会，1) 中国中铁具有全球市场开拓实力，国际业务遍及 80 多个国家和地区，一定程度上有利于拓展公司国际业务；2) 中国中铁的控股，有利于公司拓宽融资渠道，增强公司信用，适当降低资金成本，改善公司财务状况；3) 央企规范的管理体制的嵌入，有利于提升公司治理水平和经营管理水平，有效发挥管理协同效应，促进公司进一步做强做优做大，实现跨越式发展。

2020 年中国中铁新签房建订单 6106 亿元，同比增长 40%。2021 年公司与中国中铁预计在工程施工、装配式建筑部品部件销售方面有 25 亿元（合同签订金额或预计金额）的关联交易，2020 年此金额为 8016.64 万元。此外，公司与中铁金控开展融资租赁业务，融资规模不超过 5000 万元，我们认为中铁的协同效应开始显现，有助于公司做大做强。

图12 中国中铁新签房建订单快速增长，可以为公司带来业务协同


资料来源：wind，海通证券研究所

表 3 八大央企 2020 年房屋建筑订单

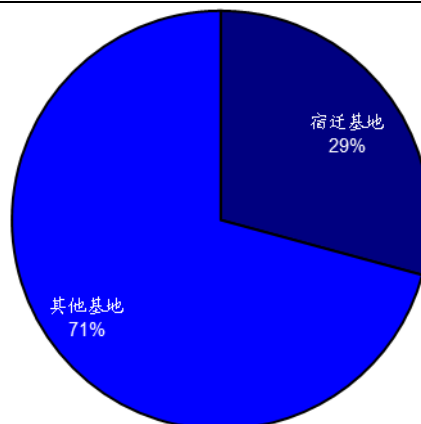
企业名称	订单金额	同比变化
中国中铁	6106 亿元	40%
中国建筑	20753 亿元	6.4%
葛洲坝	261.71 亿元	-
中国铁建	未披露	
中国交建	未披露	
中国中冶	未披露	
中国电建	未披露	
中国化学	未披露	

资料来源：各公司 20Q4 主要经营数据公告、2020 年报，海通证券研究所

3.2 优化产能，完善区域布局

2019 年宿迁基地顺利投产，技术水平领先。2019 年，公司宿迁基地实施结项并顺利投产，生产基地引进了日本纤维水泥挤出外墙板生产线和高精度双端铣连线、高速在线通过式 3D 打印设备、全自动水性涂装生产线、德国墙板材材全自动混配料系统等先进设备，并成功研发出纤维增强水泥挤出生态外墙挂板、轻质水泥墙板，进一步丰富了公司装配式建筑部品部件的种类，在国内行业中处于领先技术水平。其中作为中国首套外墙高速在线通过式 3D 打印设备通过了验收，无论是在新产品的开发速度方面，还是视觉精确对位凸显外墙品质效果方面，都可以满足客户的个性化定制需求，其充分符合《中国制造 2025》的发展要求，使得中铁装配践行绿色装配式智能制造生产迈向了一个新的高度。

作为公司产能最大的基地，2019 年宿迁基地营收占比达 29.23%。宿迁基地是公司目前产能最大的生产基地，具有生产装配式建筑墙体材料、结构材料、功能材料的能力。宿迁基地辐射山东省南部、河南省东北部以及整个苏北地区，并通过运河宿迁港延伸至东南部市场和海外市场，极大的扩展了公司的市场空间。2019 年，宿迁基地实现营业收入 2.79 亿元，占公司营业收入的 29.23%。新投产的宿迁生产营销基地已成为公司新的盈利增长点，有利于提高公司产品的市场占有率，促进公司主营业务持续、快速、健康发展。

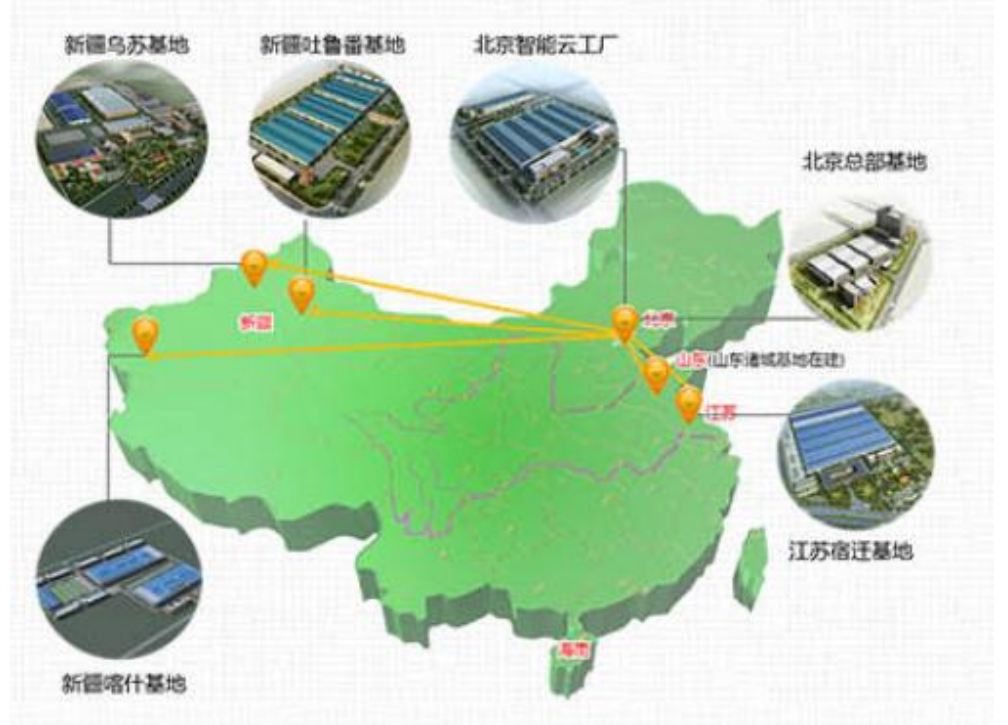
图13 2019 年宿迁基地营收占公司营收的 29.23%


资料来源：wind，海通证券研究所

公司在全国设立了多个生产基地，完善区域布局。目前公司已在北京、新疆吐鲁番、新疆喀什、新疆乌苏、江苏宿迁布局生产营销基地，以生产基地拓展市场，形成全国性营销网络。公司将以宿迁基地投产为契机，加强各大生产基地的营销建设，凸显基地协

同效应，利用自身装配式建筑优势，进一步提高公司产品的市场占有率，形成有竞争力的行业格局。公司具备新型墙体材料年产能 400 多万平米，生产配套部品部件 200 多万平米。

图14 公司在全国建立了多个生产基地，完善区域布局



资料来源：公司官网，海通证券研究所

3.3 产业链一体化，提供集成服务，成本优势明显

公司“苦练内功”，加强技术和标准研发，影响力稳步提升。公司从建筑材料创新和建造方式变革两个方面做了大量开创性的工作，取得了一系列成果，形成了智能制造能力、专利技术和专有技术体系、产品和服务标准体系。通过不断地优化材料配方、改进生产工艺、升级制造技术、提高组装集成能力，做到了降低生产及建造成本。

截至 2020 年末，公司及子公司拥有有效专利 80 项，公司还主编和参编了多项装配式建筑部品部件产品、体系、技术的行业标准或国家标准，2019 年，公司主编的《建筑用无机集料阻燃木塑复合墙板应用技术规程》（CECS 286）和参编的《装配式钢结构建筑技术标准》（GB/T 51232）被北京市住建委收纳于《北京市绿色建筑和装配式建筑适用技术推广目录（2019）》，有力地推动了公司产品及技术在北京地区绿色建筑、美丽乡村建设等领域的应用，在行业内的影响力稳步提升。

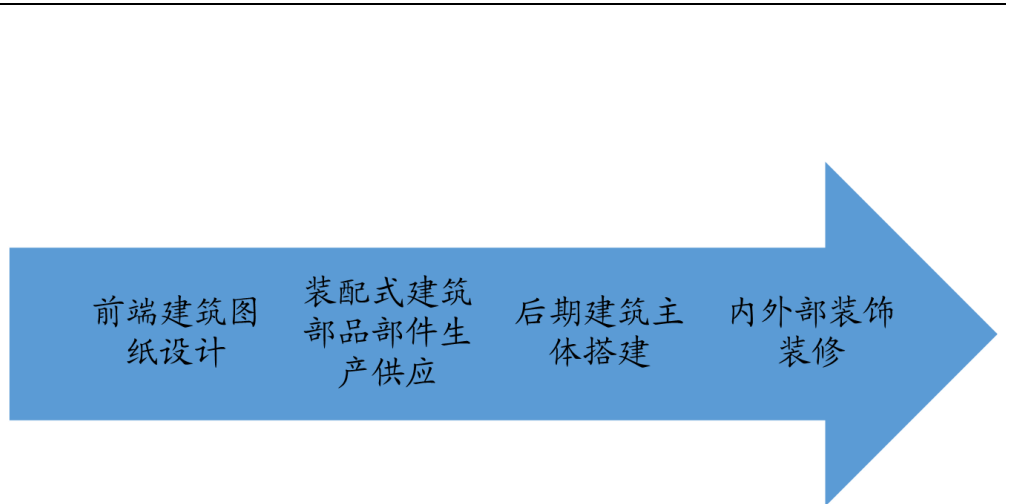
图15 公司的装配式建筑技术、部品部件及主编/参编的标准多次被列入推广目录



资料来源：公司配股说明书，2019 年报，海通证券研究所

产业链一体化，提供集成服务。公司建立了装配式建筑集成服务体系，形成了从前端建筑图纸设计，装配式建筑部品部件生产供应，到后期建筑主体搭建，内外部装饰装修为一体的装配式建筑全套服务的业务模式，可以提供装配式建筑综合解决方案。与单一业务的生产装配式建筑部品部件的企业或提供装配式建筑设计、咨询与集成服务的企业相比，能为客户提供更全面、更优化的服务，提高效率，降低成本，具有较明显的综合优势。

图16 公司提供前端设计、部品部件生产、主体搭建、内外部装修等的集成服务

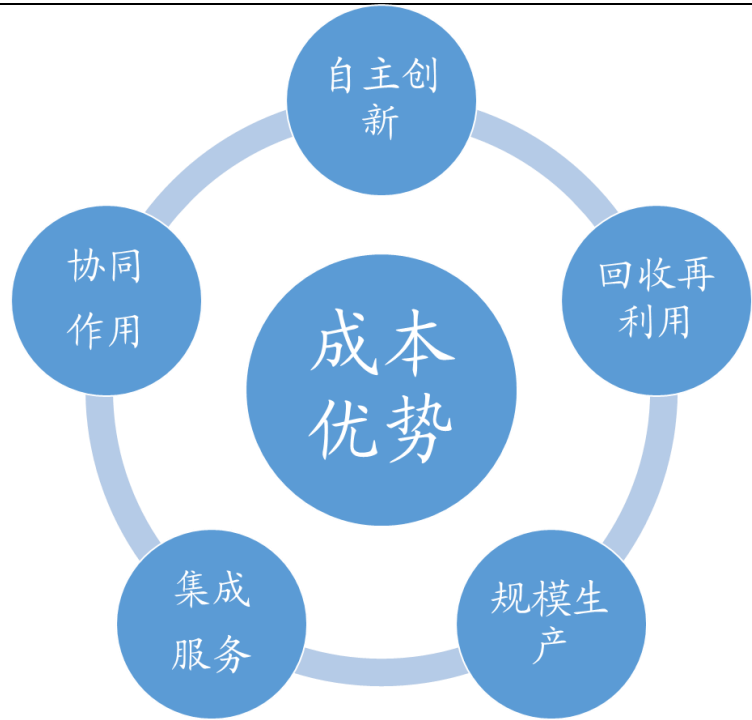


资料来源：2019 年报，海通证券研究所

成本优势明显。1) 公司拥有自主研发的材料配方，材料配方满足了高性能低成本的市场要求，使公司产品具备了与传统材料竞争的能力，作为建筑主体的墙体材料和钢结构材料可回收循环利用；设计年限 50-70 年，符合 8 度抗震设防，耐火极限达 2.15 小时，可实现结构保温预制墙体同寿命；2) 公司生产的新型建筑材料均可回收再利用，回收材料的成本远低于新材料成本，从而降低了公司产品的综合成本；3) 规模化生产，

降低生产成本；4) 公司通过工厂化、标准化生产的预制部品部件，采用了模数化设计，减少了劳动力消耗和材料损耗，降低了综合成本；5) 公司计划通过加工利用回收的再生资源，降低装配式建筑部品部件所必须的原材料之一 PVC 的采购成本，并以此延伸产业链上游，凸显其协同作用。

图17 公司具有比较明显的成本优势



资料来源：公司配股说明书，海通证券研究所

4. 盈利预测与评级

1、我们预计公司装配式建筑部品部件及集成服务业务将实现较快增长，2021、2022、2023 年营收分别增长 30%、30%、25%，2021 年疫情影响减弱，毛利率提升，之后毛利率保持稳定；

2、我们预计公司贸易业务将实现较快增长，2021、2022、2023 年营收分别增长 25%、25%、20%，毛利率保持稳定；

3、我们预计公司其他业务将实现较快增长，2021、2022、2023 年营收分别增长 25%、20%、20%，毛利率保持稳定。

表 4 分项业务预测表

装配式建筑部品部件及集成服务	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入 (百万元)	628.74	932.31	1212.00	1575.60	1969.50
增长率	-5.88%	48.28%	30.00%	30.00%	25.00%
主营业务成本 (百万元)	409.17	718.16	873.01	1134.91	1418.63
主营业务利润 (百万元)	219.57	214.15	339.00	440.70	550.87
毛利率	34.92%	22.97%	27.97%	27.97%	27.97%
贸易	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入 (百万元)	311.33	43.75	54.69	68.36	82.03
增长率	225.32%	-85.95%	25.00%	25.00%	20.00%
主营业务成本 (百万元)	309.34	42.85	53.57	66.96	80.35
主营业务利润 (百万元)	1.99	0.90	1.12	1.40	1.68
毛利率	0.64%	2.05%	2.05%	2.05%	2.05%
其他业务	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入 (百万元)	14.07	15.36	19.20	23.04	27.65
增长率	97.89%	9.17%	25.00%	20.00%	20.00%
主营业务成本 (百万元)	11.99	13.28	16.60	19.92	23.90
主营业务利润 (百万元)	2.08	2.08	2.60	3.12	3.74
毛利率	14.78%	13.54%	13.54%	13.54%	13.54%
营业收入合计 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入合计 (百万元)	954.14	991.42	1285.89	1667.00	2079.18
综合增长率	23.78%	3.91%	29.70%	29.64%	24.73%
营业成本合计 (百万元)	730.49	774.29	943.17	1221.79	1522.89
综合毛利率	23.44%	21.90%	26.65%	26.71%	26.76%

资料来源: 公司年报 (2019、2020)、海通证券研究所

装配式建筑行业高景气度有望持续, 公司背靠中铁, 自身技术优势明显, 产业链一体化, 产能布局完善, 业绩有望快速增长。我们预计公司 21-22 年 EPS 分别为 0.41 和 0.56 元, 给予 2021 年 40-50 倍市盈率, 合理价值区间 16.4-20.5 元, 首次覆盖, 给予“优于大市”评级。

表 5 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PS (倍)	PB (倍)
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	2021E	2021E
002541.SZ	鸿路钢构	336.18	1.53	2.14	2.76	37.91	27.17	21.02	1.63	4.39
002791.SZ	坚朗五金	637.29	2.54	3.68	5.04	77.95	53.86	39.28	7.15	12.61
300767.SZ	震安科技	167.03	1.12	1.21	2.13	67.65	62.18	35.39	15.81	11.33
均值			1.73	2.34	3.31	61.17	47.74	31.90	8.20	9.44

注: 收盘价为 2021 年 7 月 1 日价格, EPS 为 wind 一致预期

资料来源: Wind, 海通证券研究所

5. 风险提示

回款风险, 业务拓展风险, 政策风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标 (元)					营业总收入	991	1286	1667	2079
每股收益	0.06	0.41	0.56	0.73	营业成本	774	943	1222	1523
每股净资产	6.24	6.62	7.12	7.80	毛利率%	21.9%	26.7%	26.7%	26.8%
每股经营现金流	-0.03	0.13	0.68	0.46	营业税金及附加	18	23	29	37
每股股利	0.01	0.04	0.05	0.06	营业税金率%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
价值评估 (倍)					营业费用	9	12	15	19
P/E	230.74	32.30	23.82	18.08	营业费用率%	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%
P/B	2.12	2.00	1.86	1.70	管理费用	112	116	150	187
P/S	3.28	2.53	1.95	1.56	管理费用率%	11.3%	9.0%	9.0%	9.0%
EV/EBITDA	27.52	19.82	16.07	13.53	EBIT	59	165	216	270
股息率%	0.1%	0.3%	0.4%	0.4%	财务费用	50	54	60	66
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	5.0%	4.2%	3.6%	3.2%
毛利率	21.9%	26.7%	26.7%	26.8%	资产减值损失	-1	0	0	0
净利润率	1.4%	7.8%	8.2%	8.7%	投资收益	0	0	0	0
净资产收益率	0.9%	6.2%	7.8%	9.4%	营业利润	14	120	162	211
资产回报率	0.4%	2.8%	3.4%	3.9%	营业外收支	2	1	1	1
投资回报率	1.9%	4.7%	5.8%	6.7%	利润总额	16	122	163	212
盈利增长 (%)					EBITDA	139	218	272	330
营业收入增长率	3.9%	29.7%	29.6%	24.7%	所得税	2	21	26	33
EBIT 增长率	-46.3%	181.9%	30.9%	25.0%	有效所得税率%	12.5%	17.3%	16.2%	15.4%
净利润增长率	-79.1%	614.3%	35.6%	31.7%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	14	101	137	180
资产负债率	52.4%	55.2%	57.0%	58.0%					
流动比率	1.11	1.09	1.10	1.13	资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
速动比率	0.78	0.75	0.72	0.72	货币资金	228	219	250	312
现金比率	0.17	0.13	0.12	0.13	应收账款及应收票据	756	944	1092	1253
经营效率指标					存货	79	90	117	146
应收帐款周转天数	269.72	260.00	230.00	210.00	其它流动资产	460	582	740	912
存货周转天数	37.04	35.00	35.00	35.00	流动资产合计	1522	1835	2199	2623
总资产周转率	0.31	0.35	0.41	0.45	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	0.93	1.07	1.26	1.44	固定资产	1071	1197	1320	1440
					在建工程	16	16	16	16
					无形资产	96	93	79	60
					非流动资产合计	1704	1798	1878	1949
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E	资产总计	3226	3632	4077	4572
净利润	14	101	137	180	短期借款	716	881	952	1109
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	429	568	803	960
非现金支出	84	53	55	59	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	44	52	58	64	其它流动负债	223	232	246	262
营运资金变动	-149	-173	-84	-190	流动负债合计	1368	1682	2001	2331
经营活动现金流	-7	33	167	113	长期借款	215	215	215	215
资产	-107	-144	-133	-128	其它长期负债	108	108	108	108
投资	50	0	0	0	非流动负债合计	323	323	323	323
其他	0	0	0	0	负债总计	1691	2005	2325	2654
投资活动现金流	-57	-144	-133	-128	实收资本	246	246	246	246
债权募资	1117	166	70	158	归属于母公司所有者权益	1535	1627	1752	1918
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-864	-64	-73	-81	负债和所有者权益合计	3226	3632	4077	4572
融资活动现金流	252	102	-2	76					
现金净流量	188	-9	31	62					

备注: (1)表中计算估值指标的收盘价日期为 07 月 01 日; (2)以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2020), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

张欣劼 建筑工程行业
李富华 建筑工程行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 中国建筑国际,中材国际,中国铁建,中国建筑,精工钢构,中国中铁,中钢国际,华设集团,远大住工,华阳国际,苏交科,金螳螂,中国化学,鸿路钢构

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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客户。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。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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下, 海通证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

余文心 所长助理
(0755)82780398 ywx9461@htsec.com

宏观经济研究团队

宋潇 (021)23154483 sx11788@htsec.com
梁中华 (021)23219820 lzh13508@htsec.com
联系人
应稼娴 (021)23219394 yjx12725@htsec.com
侯欢 (021)23154658 hh13288@htsec.com
李俊 (021)23154149 lj13766@htsec.com
李林芷 llz13859@htsec.com

金融工程研究团队

高道德 (021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿 (021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌 (021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾 (021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼 (021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青 (021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石 (021)23219443 ys10481@htsec.com
张振岗 (021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜伟 (021)23219914 yw10384@htsec.com
联系人
孙丁茜 (021)23212067 sdq13207@htsec.com
张耿宇 (021)23212231 zgy13303@htsec.com

金融产品研究团队

高道德 (021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷 (021)23219419 niyt@htsec.com
唐洋运 (021)23219004 tangyy@htsec.com
徐燕红 (021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫 (021)23219686 tx10771@htsec.com
庄梓恺 (021)23219370 zzk11560@htsec.com
联系人
谭实宏 (021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右 (021)23154167 wqy12576@htsec.com
黄雨薇 (021)23219645 hyw13116@htsec.com
张弛 (021)23219773 zc13338@htsec.com
滕颖杰 (021)23219433 tyj13580@htsec.com
江涛 jt13892@htsec.com

固定收益研究团队

姜珺珊 (021)23154121 jps10296@htsec.com
联系人
王巧喆 (021)23154142 wqz12709@htsec.com
张紫睿 (021)23154484 zzz13186@htsec.com
孙丽萍 (021)23154124 slp13219@htsec.com
王冠军 (021)23154116 wjg13735@htsec.com

策略研究团队

荀玉根 (021)23219658 xyg6052@htsec.com
高上 (021)23154132 gs10373@htsec.com
李影 (021)23154117 ly11082@htsec.com
李姝醒 lsx11330@htsec.com
曾知 (021)23219810 zz9612@htsec.com
郑子勋 (021)23219733 zpx12149@htsec.com
联系人
吴信坤 (021)23154147 wxk12750@htsec.com
杨锦 (021)23154504 yfj13768@htsec.com
余培仪 (021)23219400 ypy13768@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣 (021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜 (021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练 (021)23154122 pyl10297@htsec.com
相姜 (021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 (021)23154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮 (021)23219434 lml@htsec.com
吴一萍 (021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾 (021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣 (021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭 (021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇 (021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军 (021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡歆 (021)23154505 hx11853@htsec.com
张璇 (021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心 (0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴 (021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌 (010)68067998 hwb10850@htsec.com
范国斌 (021)23154384 fgq12116@htsec.com
联系人
梁广楷 (010)56760096 lgk12371@htsec.com
孟陆 (010)56760096 ml13172@htsec.com
周航 (021)23219671 zh13348@htsec.com
朱赵明 (021)23154120 zzm12569@htsec.com
彭婷 (010)68067998 pp13606@htsec.com

汽车行业

王猛 (021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威 (0755)82900463 dw11213@htsec.com
曹雅倩 (021)23154145 cyq12265@htsec.com
联系人
房乔华 (021)23219807 fqh12888@htsec.com
郑蕾 (021)23963569 zpl12742@htsec.com

公用事业

戴元灿 (021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆 (021)23154398 fuf11758@htsec.com
于鸿光 (021)23219646 yhg13617@htsec.com
吴杰 (021)23154113 wj10521@htsec.com

批发和零售贸易行业

李宏科 (021)23154125 lhk11523@htsec.com
高瑜 (021)23219415 gy12362@htsec.com
汪立亭 (021)23219399 wanglt@htsec.com
康璐 (021)23212214 kl13778@htsec.com
联系人
曹蕾娜 (021)13796@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉 (010)58067906 hyh11052@htsec.com
毛云聪 (010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光 (021)23219104 cxg11774@htsec.com
孙小雯 (021)23154120 sxw10268@htsec.com
联系人
康百川 (021)23212208 kbc13683@htsec.com

有色金属行业

施毅 (021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航 (021)23154392 cxh11840@htsec.com
耿嘉尧 (021)23154394 gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅 (021)12711@htsec.com
余金花 (021)13785@htsec.com

房地产行业

涂力磊 (021)23219747 tll5535@htsec.com
谢益 (021)23219436 xiey@htsec.com
金晶 (021)23154128 jj10777@htsec.com
杨凡 (010)58067828 yf11127@htsec.com

电子行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 李 轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 刘 溢(021)23219748 ly12337@htsec.com 联系人 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com 文 灿 wc13799@htsec.com 薛逸民 xym13863@htsec.com	煤炭行业 李 焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 王 涛(021)23219760 wt12363@htsec.com 吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房 青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾 彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com 张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com 联系人 姚望洲(021)23154184 ywz13822@htsec.com
基础化工行业 刘 威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 李 智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨 林(021)23154174 yl11036@htsec.com 于成龙(021)23154174 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 洪 琳(021)23154137 hl11570@htsec.com 联系人 杨 蒙(0755)23617756 ym13254@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张峰青(021)23219383 z zq11650@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com 夏 凡 xf13728@htsec.com
非银行金融行业 孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com 联系人 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com	交通运输行业 虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江 (010) 56760091 lyj12399@htsec.com 陈 宇(021)23219442 cy13115@htsec.com	纺织服装行业 梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛 开(021)23154510 sk11787@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申 浩(021)23154114 sh12219@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 周 丹 zd12213@htsec.com 吉 晟(021)23154653 js12801@htsec.com 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@htsec.com 联系人 赵靖博(021)23154119 zjb13572@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
建筑工程行业 张欣劼 z xj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lfh12225@htsec.com	农林牧渔行业 丁 频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈 阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 刘丛丛(021)23219164 lcc13806@htsec.com 联系人 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
军工行业 张恒昶 zhx10170@htsec.com 张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com	银行行业 孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23154395 ljl12245@htsec.com 联系人 董栋梁(021) 23219356 ddl13026@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 许樱之(755)82900465 xyz11630@htsec.com 联系人 毛弘毅(021)23219583 mhy13205@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李 阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘 璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 赵 洋(021)23154126 zy10340@htsec.com 郭庆龙 gq13820@htsec.com 联系人 柳文韬(021)23219389 lwt13065@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com 蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com 饶 伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com 巩柏含 gbh11537@htsec.com 滕雪竹 txz13189@htsec.com	上海地区销售团队 胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com 黄 诚(021)23219397 hc10482@htsec.com 李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com 黄 毓(021)23219410 huangyu@htsec.com 李 寅 021-23219691 ly12488@htsec.com 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com 马晓男 mxn11376@htsec.com 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com 王朝领 wcl11854@htsec.com 张思宇 zsy11797@htsec.com	北京地区销售团队 朱 健(021)23219592 zhuj@htsec.com 殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com 郭 楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com 董晓梅 dxm10457@htsec.com 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com 郭金珪(010)58067851 gjy12727@htsec.com 张钧博 zjb13446@htsec.com 高 瑞 gr13547@htsec.com
--	--	---

海通证券股份有限公司研究所
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com