

公司研究

钢结构产能持续扩张，万郡绿建业务快速增长

——杭萧钢构（600477.SH）首次覆盖报告

要点

国内首家钢结构上市公司，股权结构稳定：公司创立于1985年，2003年在上交所上市，成为国内首家钢结构上市公司。2010年，公司成立房地产公司，开拓高层钢结构住宅工程开发业务，公司2020年对房地产公司进行了剥离。2018年，公司成立了建筑生态链上下游供需方企业的服务平台万郡绿建。公司股权结构稳定、持股集中度高，公司法人、董事长、实际控制人为单银木，持股数为9.05亿股（截至2021年三季度末），占公司总股本的42.01%。

地方政策支持出台，装配式建筑行业仍保持较快增长：2021年，随着各省市“十四五”规划逐渐落地，各省市地方政府相继发布“十四五”期间配套政策支持推进装配式建筑实施，明确装配式建筑占新建建筑比例目标。参考政策目标，在乐观/中性/悲观三种假设下，我们预计2025年装配式建筑行业规模分别为26773亿元、20283亿元、14936亿元，2020-2025年CAGR分别为14%、8%、2%，装配式建筑行业未来将继续保持成长。

钢结构占比或将明显提升。装配式PC建筑成本低于钢结构建筑，是当前我国装配式建筑的主流，但钢结构建筑是政府鼓励方向，后续占比或将大幅提升。在乐观/中性/悲观三种假设下，我们预计2025年新建装配式钢结构建筑面积占比分别提升至45%、40%、35%，对应新建装配式钢结构建筑面积分别为5.0亿平方米、3.7亿平方米、2.6亿平方米，对应装配式钢结构建筑行业规模分别为14056亿元、9588亿元、6273亿元，2020-2025年CAGR分别为22%、13%、3%。

打造产业服务平台，万郡绿建订单快速放量：2018年，公司为打通建筑领域产业链，培育新的利润增长点，重点打造了服务于建筑生态链上下游供需方企业的互联网平台万郡绿建。2020Q2-2021Q3，万郡绿建季度新签合同金额略有波动，但是总体保持快速增长趋势。万郡绿建2021年前三季度新签订单金额已达到30.78亿元，同比增长96.69%。

盈利预测、估值与评级：我们看好公司在钢结构主业的竞争优势，也看好公司万郡绿建服务平台的快速发展为公司带来新的收入增长点。我们预测2021-2023年公司归母净利润分别为4.73亿元、5.84亿元、7.99亿元，现价对应2021年动态市盈率为20x，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：下游钢结构需求不及预期风险，上游钢价大幅上涨风险，订单执行不及预期风险，产能建设进度不及预期风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	6,633.07	8,138.76	9,930.43	13,013.65	16,245.95
营业收入增长率	7.26%	22.70%	22.01%	31.05%	24.84%
净利润（百万元）	468.92	723.93	472.54	584.43	798.97
净利润增长率	-17.44%	54.38%	-34.73%	23.68%	36.71%
EPS（元）	0.22	0.34	0.22	0.27	0.37
ROE（归属母公司）（摊薄）	13.42%	17.85%	10.99%	12.32%	14.89%
P/E	20	13	20	16	12
P/B	2.7	2.4	2.2	2.0	1.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-1-5

增持（首次）

当前价：4.43元

作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebsecn.com

分析师：冯孟乾

执业证书编号：S0930521050001

010-58452063

fengmq@ebsecn.com

联系人：陈奇凡

021-52523819

chenqf@ebsecn.com

联系人：高鑫

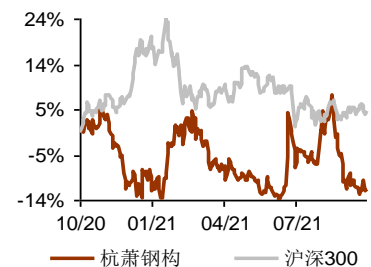
021-52523872

xingao@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	21.54
总市值(亿元)	95.42
一年最低/最高(元)	3.40/4.70
近3月换手率	73.15%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	16.47	21.96	26.21
绝对	15.97	20.71	19.99

资料来源：Wind

目 录

1、国内首家钢结构上市公司，股权结构稳定	4
1.1、钢结构起家，扩展至产业互联网平台.....	4
1.2、股权结构稳定，持股集中度高.....	4
1.3、聚焦钢结构主营业务，房地产业务已完成剥离	5
1.4、生产基地持续扩容，新签订单金额保持较快增长	5
2、地方政策持续出台，装配式建筑行业仍保持较快增长	6
2.1、劳动力年龄结构老化，设备替代人工为必然趋势.....	6
2.2、地方政策持续出台，装配式建筑大势所趋	7
2.3、装配式建筑持续成长，钢结构占比或将明显提升.....	8
2.4、钢结构行业保持较快增长，公司钢结构产量持续提升	11
3、打造产业服务平台，万郡绿建订单快速放量	12
3.1、“互联网+绿色建筑”，打造建筑生态链服务平台	13
3.2、平台优势明显，新业务规模快速放量.....	13
4、盈利预测与投资建议	14
4.1、关键假设	14
4.2、盈利预测	15
4.3、估值与评级.....	15
5、风险分析.....	15

图目录

图 1: 公司发展历程	4
图 2: 公司股权结构图	4
图 3: 2011-2021Q1-3 公司营业总收入及同比增速	5
图 4: 2011-2021Q1-3 公司归母净利润及同比增速	5
图 5: 2011-2021H1 公司收入构成 (亿元)	5
图 6: 2011-2021H1 公司建筑业、房地产收入占比	5
图 7: 2015 年至 2021 年前三季度新签订单变化 (亿元)	6
图 8: 建筑业从业人数 (万人)	7
图 9: 农民工平均年龄 (岁)	7
图 10: 全国装配式建筑新开工建筑面积及同比增速	8
图 11: 新建装配式建筑面积渗透率	8
图 12: 2020 年装配式 PC 建筑面积占比 68%，是当前我国装配式建筑的主流	9
图 13: 2012-2020 年钢结构行业产量 (万吨) 与产值 (亿元)	12
图 14: 2012-2020 年杭萧钢构钢结构产量及同比增速	12
图 15: 2020Q2-2021Q3 万郡绿建新签合同金额及增速	13

表目录

表 1: 装配式建筑相关地方性政策	7
表 2: 装配式建筑行业规模测算	8
表 3: 三类装配式建筑结构对比	9
表 4: 每平米装配式住宅投资造价估算 (元/平方米)	10
表 5: 中央和多地出台政策鼓励、支持新建建筑采用钢结构建造方式	10
表 6: 装配式建筑行业规模测算	11
表 7: 公司分业务收入预测 (百万元)	14
表 8: 公司盈利预测与估值简表	15
表 9: 可比公司估值比较	15

1、国内首家钢结构上市公司，股权结构稳定

1.1、钢结构起家，扩展至产业互联网平台

杭萧钢构股份有限公司创立于 1985 年，于 2003 年在上海证券交易所上市，成为国内首家钢结构上市公司。

2010 年，公司成立房地产公司，开拓高层钢结构住宅工程开发业务。经过多年发展，公司已打造出全国领先的钢结构住宅体系，开发出多个示范性的钢结构住宅项目。2020 年，公司对房地产公司进行了剥离，房地产子公司完成了其阶段性使命。

2018 年，公司成立了建筑生态链上下游供需方企业的服务平台万郡绿建。

图 1：公司发展历程

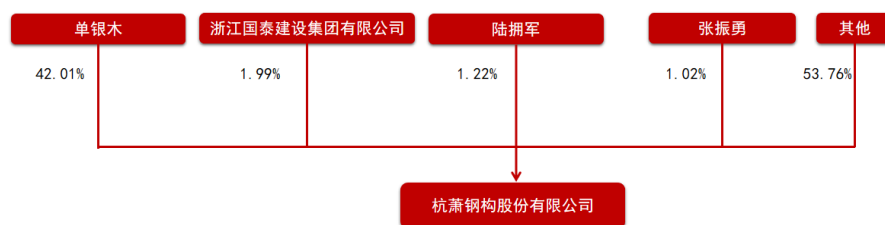


资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

1.2、股权结构稳定，持股集中度高

公司法人、董事长、实际控制人为单银木，截至 2021 三季度末，其持股数为 9.05 亿股，占公司 42.01% 的股份。第二大股东为浙江国泰建设集团有限公司，持股数为 4280.54 万，持股占比 1.99%。前十大股东持股占比为 50.46%。

图 2：公司股权结构图

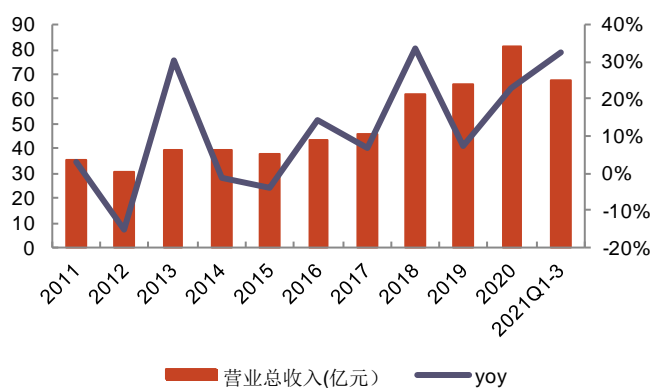


资料来源：公司 2021 年第三季度报告，光大证券研究所整理

1.3、 聚焦钢结构主营业务，房地产业务已完成剥离

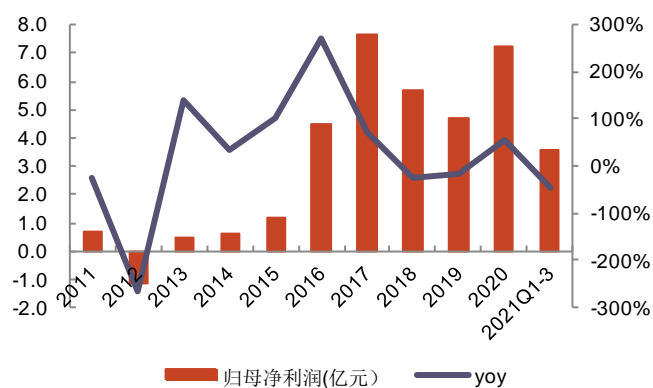
2011-2020年，公司营业收入保持快速增长，年均复合增长率达9.55%。主营业务结构方面，公司第一大主营业务为建筑业业务，主要产品包括多高层钢结构、轻型钢结构。2011-2020年，建筑业业务收入占比经历了先下降后回升的过程，从2011年的94.6%下降至2016年的低点57.9%，后回升至2021H1的86.9%，主要受房地产销售业务的影响，房地产销售业务收入占比在2016年达到最高点17.1%，随后占比逐渐下降，该业务已于2020年9月完成剥离。

图3：2011-2021Q1-3 公司营业总收入及同比增速



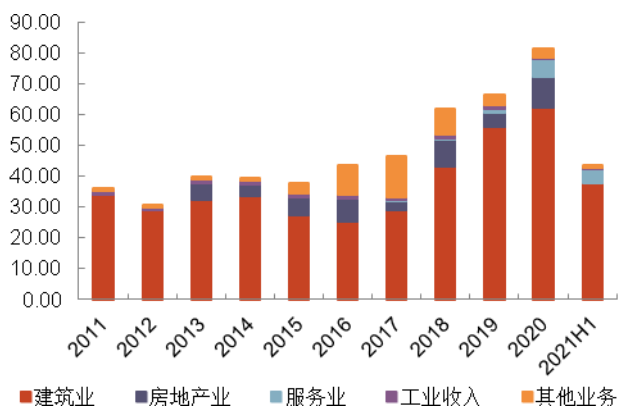
资料来源：wind，光大证券研究所

图4：2011-2021Q1-3 公司归母净利润及同比增速



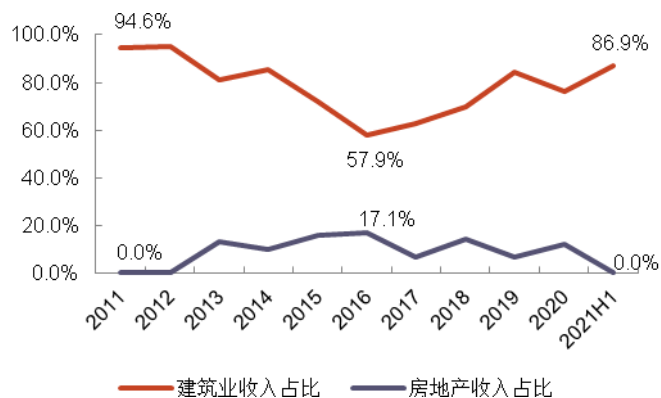
资料来源：wind，光大证券研究所

图5：2011-2021H1 公司收入构成（亿元）



资料来源：wind，光大证券研究所

图6：2011-2021H1 公司建筑业、房地产收入占比



资料来源：wind，光大证券研究所

1.4、 生产基地持续扩容，新签订单金额保持较快增长

公司自上市以来持续在全国进行生产基地的战略布局，截至2021H1，公司在广东、河北、山东等地设有九个钢结构生产、制造加工基地和一个配套建材生产基地。

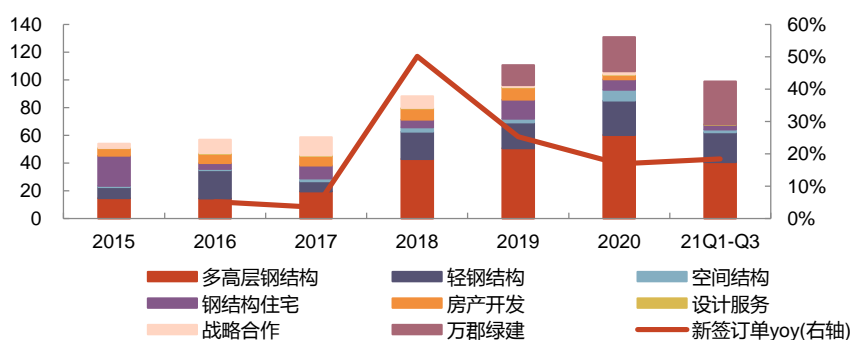
2020年，公司为进一步完善全国性布局并提升产能，先后在海南、六安增设海南杭萧及六安杭萧两家控股子公司，同时拟通过非公开发行募集资金12亿元（2021年3月8日已获证监会审核通过），用于投资建设绿色装配式建筑研发创新、智能制造及数智化管理示范基地项目，并新增全资子公司杭萧钢构（杭州）

智造有限公司。该智能制造项目建成后将形成年产 45 万吨钢结构产品和 250 万平方米围护产品的产能规模,有助于提升公司在绿色装配式钢结构建筑领域的生产能力和竞争优势。

随着公司战略合作业务的推进以及战略合作公司的逐步设立,公司综合生产能力将进一步得到提升。截至 2021H1,累计已有 105 家合作公司完成工商设立手续并取得营业执照,80 家已完成厂房建设或改造,其中 76 家已顺利投产。

2021 年前三季度公司新签订单总额达到 99.48 亿元,同比增长 18.39%,其中钢结构制造和安装(多高层钢结构、轻钢结构、空间结构、钢结构住宅)新签订单总额为 67.81 亿元,占新签订单总额的比例为 68.16%。公司承接了亚运会运动员村、长沙国际会议中心、京雄高速东湾互通主线大桥、MW 燃煤电站工程、宁波荣安生物药业新冠灭活疫苗产业化及高级别生物安全实验室项目等重大项目,在国家推广装配式钢结构建筑的政策引导下,公司未来钢结构产量及新签订单量仍将保持稳定增长。

图 7: 2015 年至 2021 年前三季度新签订单变化 (亿元)



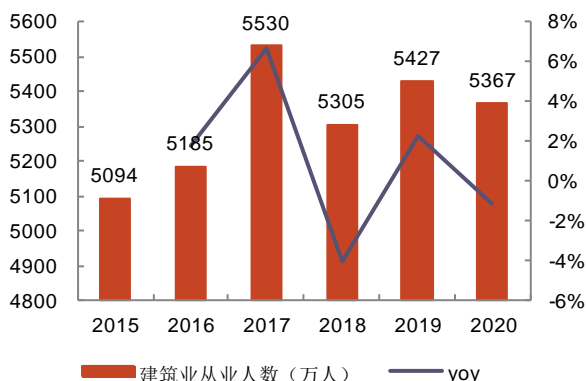
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

2、地方政策持续出台, 装配式建筑行业仍保持较快增长

2.1、劳动力年龄结构老化, 设备替代人工为必然趋势

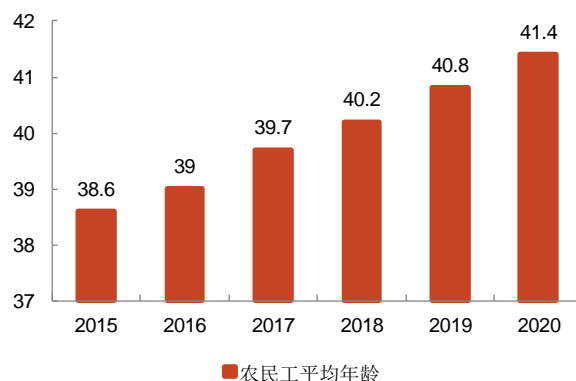
建筑业从业人数顶峰已过, 自 2017 年以来, 建筑业从业人数呈下降趋势; 人口老龄化进一步加深, 农民工平均年龄逐步上升, 2015-2020 年期间上升约 3 岁; 人力成本日益攀升, 建筑业城镇单位就业人员平均工资由 2015 年 4073 元/月上涨至 2019 年 5465 元/月, 设备替代需求呼之欲出。

图 8: 建筑业从业人数 (万人)



资料来源: 国家统计局, 光大证券研究所

图 9: 农民工平均年龄 (岁)



资料来源: 国家统计局, 光大证券研究所

2.2、地方政策持续出台，装配式建筑大势所趋

政策持续加码，各地“十四五”规划明确新建装配式建筑比例目标

2013 年住建部印发的《“十二五”绿色建筑和绿色生态区域发展规划》首次明确提出我国要加快形成装配式混凝土、钢结构等工业化建筑体系; 国务院于 2016 年提出我国力争用 10 年左右时间使装配式建筑占新建建筑比例达到 30%; 2017 年住建部进一步明确装配式建筑发展规划, 提出到 2020 年全国新建装配式建筑占新建建筑比例达到 15% 以上, 其中重点推进地区、积极推进地区和鼓励推进地区分别大于 20%、15% 和 10%。此外多项装配式建筑建设、评估标准相继出台, 同时提出相关补贴、优惠政策。

2021 年, 随着各省市“十四五”规划逐渐落地, 各省市地方政府相继发布“十四五”期间配套政策支持推进装配式建筑实施, 明确装配式建筑占新建建筑比例目标。

表 1: 装配式建筑相关地方性政策

时间	发布部门	政策名称	主要内容
2021.6.24	海南省住建厅	《海南省绿色建筑(装配式建筑)“十四五”规划(2021-2025)》	到 2025 年末, 装配式建筑占新建建筑比例大于 80%, 至“十四五”期末, 装配式建筑产业布局稳定, 将金牌港以装配式建筑为主导, 以发展热带建筑科学和产业为重点, 产学研相结合, 不断向装配式建筑上下游全产业链进行延伸。
2021.7.19	重庆市住建委	《重庆市现代建筑产业发展规划(2021-2025 年)(征求意见稿)》	发展目标是在 2023 年, 装配式建筑占全市新建建筑面积达到 20%, 培育国家级装配式建筑产业基地 8 个; 到 2025 年, 装配式建筑占全市新建建筑面积达到 30%。
2021.8.6	湖南省住建厅	《湖南省绿色建筑中长期发展规划(2021-2035)(征求意见稿)》	加快实施既有建筑节能改造, 绿色理念全面融入湖南省绿色建材、超低能耗建筑和装配式建筑发展中, 加快推广绿色建筑模式。到 2025 年, 湖南省基本完成建筑业转型升级工作, 装配式建筑产业布局基本合理, 预计湖南省城镇新开工装配式建筑面积占新建建筑面积的比例达到 40%, 政府投资工程采取装配式建造比例达到 80%。
2021.8.13	福建省住建厅	《福建省建筑业“十四五”发展规划》	到 2025 年, 全省建筑业总产值力争达到 2 万亿元, 全省城镇每年新开工装配式建筑占当年新建建筑的比例达到 35% 以上, 新建装配式建筑全部达到绿色建筑标准, 建造过程中建筑垃圾减少 20% 以上。
2021.8.20	黑龙江省住建厅	《黑龙江省人民政府办公厅关于推进装配式建筑发展的实施意见》	目标是在重点推进地区中, 到 2021 年底, 装配式建筑占新建建筑面积比例应达到 15% 以上, 并逐年递增, 到“十四五”期末, 装配式建筑占地区新建建筑面积比例力争达到 40%。在积极推进地区中, 到 2021 年底, 装配式建筑占新建建筑面积比例应达到 10% 以上, 并逐年递增, 到“十四五”期末, 装配式建筑占地区新建建筑面积比例力争达到

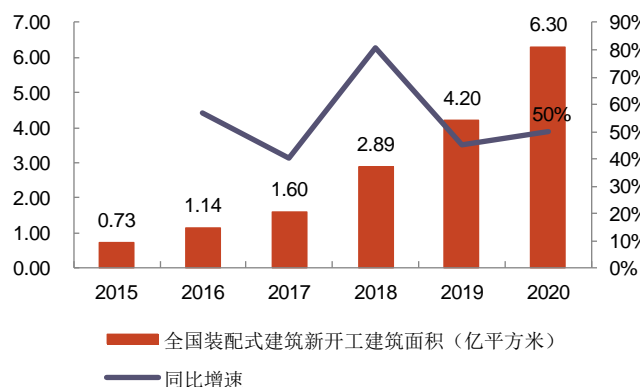
			30%。
2021.8.24	成都市政府	《关于大力推进绿色建筑高质量发展助力建设高品质生活宜居地的实施意见》	全面推行绿色建筑技术，目标到 2025 年，装配式建筑占当年城镇新建建筑比例达到 80%；绿色建材应用比例不低于 60%；建成区 50% 以上面积达到海绵城市建设要求。
2021.8.30	湖北省住建厅	《湖北建筑业发展“十四五”规划》	完善装配式建筑标准体系和不同类型装配式建筑结构标准体系，拓展装配应用面，以武汉、宜昌、荆门等示范（范例）城市为重点，逐步提高装配式建筑在新建建筑中的比例。到 2025 年，力争达到全省装配式建筑占新建建筑面积的比例不低于 30% 的标准。

资料来源：各省市政府及住建局官网，光大证券研究所

2.3、装配式建筑持续成长，钢结构占比或将明显提升

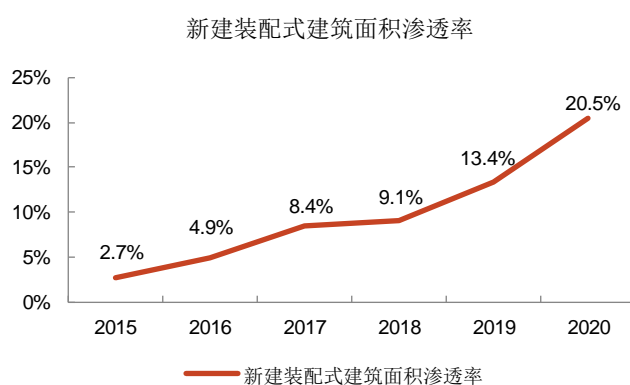
我国装配式建筑行业仍保持高速发展。近年来，在政策持续推动、建筑技术持续升级的背景下，我国装配式建筑行业规模迎来高速发展阶段。根据住建部文件，2020 年，我国新开工装配式建筑共计 6.3 亿平方米，较 2019 年增长 50%，占新建建筑面积的比例约为 20.5%，完成了《“十三五”装配式建筑行动方案》确定的“到 2020 年达到 15% 以上”的工作目标。2015-2020 年，新建装配式建筑面积复合增速高达 54%。

图 10：全国装配式建筑新开工建筑面积及同比增速



资料来源：住建部官网，光大证券研究所整理

图 11：新建装配式建筑面积渗透率



资料来源：住建部官网，光大证券研究所整理，渗透率=新建装配式建筑面积/新建建筑面积

预计行业成长性将持续。根据各省市“十四五”规划，各地装配式建筑面积渗透率在“十四五”期间仍将继续提升。参考过去五年的渗透率提升节奏，我们判断在乐观/中性/悲观三种假设下，到 2025 年我国新建装配式建筑面积占新建建筑面积比例将达到 33%/30%/27%，预计 2025 年装配式建筑行业规模分别为 26773 亿元、20283 亿元、14936 亿元，2020-2025 年 CAGR 分别为 14%、8%、2%，装配式建筑行业未来将继续保持较快成长。

表 2：装配式建筑行业规模测算

	2020	2025E		
		乐观	中性	悲观
新建建筑面积 (亿平方米)	30.7	33.8	30.7	27.66
新建装配式建筑面积/新建建筑面积	20.5%	33%	30%	27%
新建装配式建筑面积 (亿平方米)	6.3	11.2	9.2	7.5
装配式建筑平均造价 (元/平方米)	2200	2400	2200	2000
装配式行业规模 (亿元)	13860	26773	20283	14936
CAGR(2020-2025)		14%	8%	2%

资料来源：住建部，光大证券研究所测算；装配式建筑平均造价参考 PC 和钢结构平均造价约 2000-2400 元/平方米，新建建筑面积在乐观、中性、悲观三种假设下分别增长 10%、0%、-10%。

装配式 PC 建筑成本低于钢结构建筑，是当前我国装配式建筑的主流。

装配式建筑结构主要分别为预制混凝土结构（PC 结构）、钢结构和木结构，三类结构各具优劣：PC 结构在三类结构中成本最低，抗压强度最高，防火、防腐性能最出色，主要应用于水利工程、桥梁、部分住宅建筑等；钢结构具备工业化程度最高、抗震性能出色、结构灵活、得房率最高等优点，主要应用于大型厂房、展览中心及部分民用建筑等；木结构环保性能出色但造价成本高，应用最少。

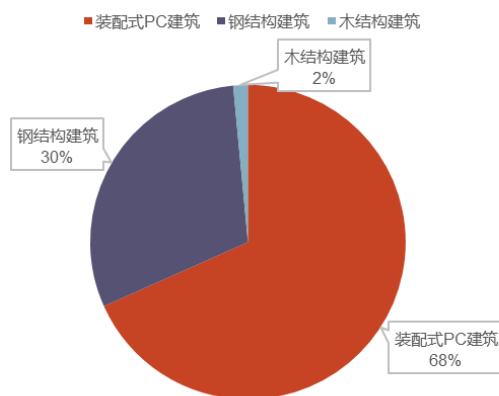
表 3：三类装配式建筑结构对比

	PC 结构	钢结构	木结构
工业化程度	高	最高	高
生态环保性能	较好（主材为二次加工材料）	次之（主材为一次加工材料）	最好（主材为原材料）
工期	较短	最短	最长
抗压强度	最高	较高	低于钢结构
导热系数	较小	最大（可使用保温材料、断桥解决）	最小
主材自身防火性能	好	较差（通过防火材料包裹解决）	差（通过防火材料包裹解决）
主材自身防腐性能	好	较好	差
主材自身防虫性能	较好	最好	差（主要是白蚁）
结构抗震性能	一般（7 度）	很好（9 度）	很好（9 度）
结构隔音性能	较好（通过多层复合墙）	较好（通过多层复合墙）	较好（通过多层复合墙）
结构主材资源	丰富	丰富	少
建造成本	最低	较高	最高
适应建筑类型	别墅、多层、高层	别墅、多层、高层	三层及以下建筑
应用情况	水利工程、桥梁、部分住宅建筑	大型厂房、展览中心；部分民用建筑，如学校、民宿、保障性住房等	少量住宅类建筑

资料来源：预制建筑网，中机院，装配式建筑网，光大证券研究所整理

装配式 PC 结构现阶段仍是主流。据住建部发布的关于 2020 年度全国装配式建筑发展情况的通报，2020 年我国新开工装配式混凝土结构建筑 4.3 亿平米，较 2019 年增长 59.3%，占新开工装配式建筑的比例为 68.3%，是当前我国装配式建筑的主流；新开工装配式钢结构建筑 1.9 亿平米，较 2019 年增长 46%，占新开工装配式建筑的比例为 30.2%。

图 12：2020 年装配式 PC 建筑面积占比 68%，是当前我国装配式建筑的主流



资料来源：住建部，光大证券研究所

成本因素是目前装配式建筑及绿色建筑推广的核心制约。

成本因素限制装配式建筑大规模推广。平均成本方面，钢结构>PC 结构>传统现浇结构。据住建部住宅产业化促进中心测算，现浇混凝土房屋造价约 2,000 元/平米；据住建部 2016 年发布的《装配式建筑工程消耗量定额》，PC 结构小高层住宅、高层住宅（装配率 20%-60%）平均造价分别为 2,151、2,416 元/平米，

分别较现浇造价高 7.6%、20.8%，钢结构高层住宅平均造价为 2,777 元/平米，较 PC 结构高层住宅高约 8.5%-24.5%，成本因素限制了装配式建筑的大规模推广。

我们认为，随着人工成本的提升，装配式建筑的建造成本与传统现浇建筑的建造成本之间的差距在缩小，因此未来成本因素的影响将逐步减弱；不过，预制化率越高，造价越贵是目前依然存在的现象。

表 4：每平米装配式住宅投资造价估算（元/平方米）

建筑种类	PC 率	建安费用	其他费用	预备费	合计
现浇住宅平均	0%	/	/	/	2,000
PC 结构小高层住宅	20%	1,692	199	100	1,991
	40%	1,813	213	107	2,133
	50%	1,874	221	110	2,205
	60%	1,935	228	114	2,277
PC 结构高层住宅	20%	1,896	223	112	2,231
	40%	2,037	240	120	2,397
	50%	2,106	248	124	2,478
	60%	2,175	256	128	2,559
钢结构高层住宅	>80%	2,360	278	139	2,777

资料来源：《装配式建筑工程消耗量定额》住建部 2016 年，光大证券研究所

钢结构建筑是政府鼓励方向，后续占比或将大幅提升。

装配式钢结构建筑具有自重轻、工业化程度高、生态环保性能高、工期短便于运输、改造相对容易、可回收、抗震性能好等方面的优势，其全生命周期的碳排放低于装配式混凝土建筑及传统现浇建筑，综合性能优异，在“双碳”背景下，得到中央和各地方政府的大力支持。

2019 年 3 月 27 日，住建部发布《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》，首次提出“开展钢结构装配式住宅建设试点”，明确在试点地区的保障性住房、装配式住宅建设和农村危房改造、易地扶贫搬迁中，一定比例的工程项目采用钢结构装配式建造方式，具有重要指导意义，钢结构在住宅领域的渗透率开始提升。中办、国办于 2021 年 10 月 21 日发布的《关于推动城乡建设绿色发展的意见》再次确认了“钢结构+住宅”方向，明确提出“大力发展装配式建筑，重点推动钢结构装配式住宅建设”，在最高层级确认了钢结构建筑是建筑业未来的发展方向。

钢结构建筑之前由于成本高于装配式 PC 结构，而更多地被应用于公共建筑领域，近两年来，住建部、中办国办相继出台相关政策，明确重点推动钢结构装配式住宅建设，我们认为获得政策大力支持的钢结构能够加快推广，加速提升在住宅领域的渗透率。

表 5：中央和多地出台政策鼓励、支持新建建筑采用钢结构建造方式

发布时间	发布机构	文件	政策内容
2019.03.27	住房和城乡建设部	《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》	开展钢结构装配式住宅建设试点。在试点地区保障性住房、装配式住宅建设和农村危房改造、易地扶贫搬迁中，明确一定比例的工程项目采用钢结构装配式建造方式，跟踪试点项目推进情况，完善相关配套政策，推动建立成熟的钢结构装配式住宅建设体系。

2019.12.18	湖南省住房和城乡建设厅	《关于推进我省装配式建筑发展有关工作的通知》	城市规划区范围内建筑高度 100 米以上的新建住宅和农村统规统建的多层住宅项目应优先采用钢结构装配式建筑。
2020.03.08	河北住建厅	《河北住建厅发布关于推动钢结构装配式住宅建设的通知》	试点市要在公租房等保障性住房项目中推行钢结构装配式住宅，鼓励房地产开发企业建设钢结构装配式住宅。
2020.07.03	山东省住房和城乡建设厅、山东省发展改革委等	《关于推动钢结构装配式住宅发展的实施意见》	鼓励政府投资或主导的保障性住房、棚户区改造安置住房、周转住房等项目选用钢结构装配式方式建造，相关要求纳入供地方案和土地合同中。
2020.07.15	住房和城乡建设部等部门	《绿色建筑创建行动方案》	推广装配化建造方式。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。编制钢结构装配式住宅常用构件尺寸指南，强化设计要求，规范构件选型，提高装配式建筑构件标准化水平。推动装配式装修。
2021.02.04	九江市住建局	《2021 年全市住房和城乡建设工作会议》	强化政策支持，逐步开展钢结构建筑试点，稳步推进钢结构装配式建筑在公租房、棚改安置房、易地扶贫搬迁、新农村建设、农村危房改造及商品房等住宅项目中的应用。
2021.05.08	浙江省发改委	《浙江省住房和城乡建设“十四五”规划》	稳步提高装配式混凝土结构、装配式钢结构、装配式木结构集成化水平。大力发展钢结构装配式建筑，积极稳妥推进钢结构装配式住宅试点，鼓励培育钢结构龙头企业，推动钢结构建筑全产业链发展。 装配式建筑占新建建筑比重达到 35%以上，钢结构建筑占装配式建筑比重达到 40%以上。
2021.10.21	中央办公厅、国务院办公厅	《关于推动城乡建设绿色发展的意见》	大力发展装配式建筑，重点推动钢结构装配式住宅建设 ，不断提升构件标准化水平，推动形成完整产业链，推动智能建造和建筑工业化协同发展。

资料来源：各政府机构官网，各地方政府官网，光大证券研究所整理

预计装配式钢结构建筑行业将继续保持较快增长。2020 年，新建装配式钢结构建筑面积占比已达到 30%，在相关政策支持推动下，“十四五”期间这一比例将会持续提升；在乐观/中性/悲观三种假设下，我们预计 2025 年新建装配式钢结构建筑面积占比分别提升至 45%、40%、35%，对应新建装配式钢结构建筑面积分别为 5.0 亿平方米、3.7 亿平方米、2.6 亿平方米；假设三种情形下，钢结构建筑平均造价分别为 2800 元/平方米、2600/平方米、2400/平方米（钢结构建筑造价受原材料钢铁价格影响较大，远期钢价难以估计，因此做三种假设），对应装配式钢结构建筑行业规模分别为 14056 亿元、9588 亿元、6273 亿元，2020-2025 年 CAGR 分别为 22%、13%、3%。

表 6：装配式建筑行业规模测算

	2020	2025E		
		乐观	中性	悲观
新建装配式建筑面积（亿平方米）	6.3	11.2	9.2	7.5
新建装配式钢结构建筑面积占比	30%	45%	40%	35%
新建装配式钢结构建筑面积（亿平方米）	1.9	5.0	3.7	2.6
装配式钢结构建筑平均造价（元/平方米）	2800	2800	2600	2400
装配式钢结构建筑行业规模（亿元）	5292	14056	9588	6273
CAGR(2020-2025)		22%	13%	3%

资料来源：住建部，光大证券研究所测算；造价参考住建部 2016 年发布的《装配式建筑工程消耗量定额》

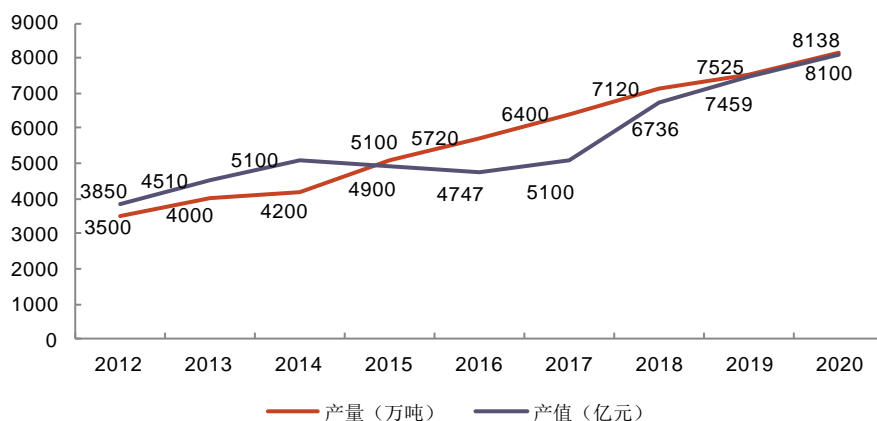
2.4、钢结构行业保持较快增长，公司钢结构产量持续提升

我国钢结构行业发展势头良好，钢结构产量及钢结构产值增长明显。根据我国钢结构协会的数据，2012-2020 年，我国钢结构产量由 3500 万吨增长到 8138 万吨，累计增长 132.5%，年均复合增长率 11.1%；根据我国建筑金属结构协会数据，2012-2020 年，我国钢结构产值由 3850 亿元增长到 8100 亿元，累计增长 110.4%，年均复合增长率 9.7%。2012-2020 年，公司钢结构产量稳步增长，从

34.55 万吨增长至 68.53 万吨，累计增长 98.35%，年均复合增长率 8.94%，公司钢结构产量增速基本与行业增速同步。

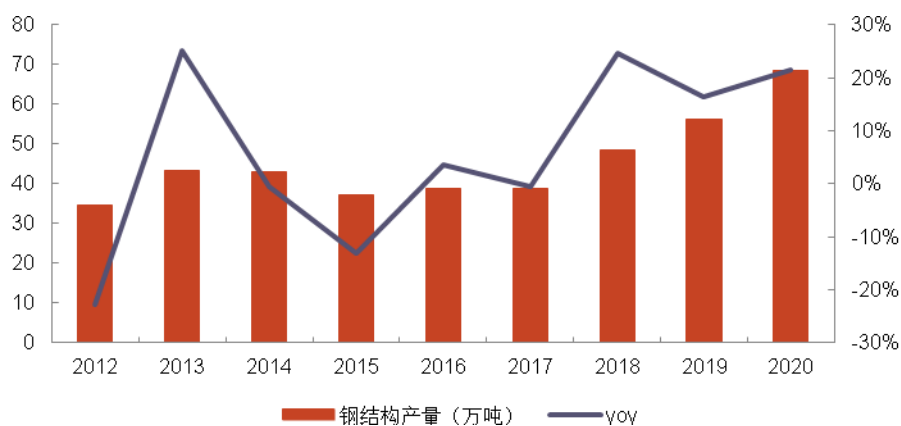
未来，获得政策大力支持的钢结构有望加速推广，尤其在住宅领域的渗透率或将明显提升，将会给钢结构行业带来快速发展机遇，作为钢结构龙头，公司有望受益于这一行业趋势。

图 13: 2012-2020 年钢结构行业产量 (万吨) 与产值 (亿元)



资料来源: 杭萧钢构 2021 年半年报, 钢结构协会, 建筑金属结构协会, 光大证券研究所

图 14: 2012-2020 年杭萧钢构钢结构产量及同比增速



资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

3、打造产业服务平台，万郡绿建订单快速放量

2018 年，杭萧钢构为打通建筑领域产业链，培育新的利润增长点，重点打造了服务于建筑生态链上下游供需方企业的互联网平台万郡绿建。

3.1、“互联网+绿色建筑”，打造建筑生态链服务平台

万郡绿建帮助建筑生态链供需方企业转型升级、降本增效，针对钢品、建材、装饰装修等供方企业提供以 ToC 理论为核心的管理方法、管理软件、互联网推广全域覆盖、海量询盘信息、产品全方位展示、全程透明的可视化在线 SAAS 服务，并在全国 540 余个区县设置销售网络，由专业销售人员帮助供方企业优质产品的销售。依托于前期在全国范围内对产业互联网的战略合作布局和在装配式建筑领域的先发优势，为用户提供物流快运服务打通销售闭环，降低交易运输成本。

针对钢结构、总承包、装饰装修等需方企业，万郡绿建提供一站式、透明的线上 SAAS 采购服务，提供直接采购、询比价、招投标等多种采购模式，针对有特殊需求的需求方企业提供定制化一站式集采方案；同时运用大数据技术保障产品采购价格具备市场竞争力，降低需方企业的采购成本，提高采购效率并且提供展示中心的一站式看货和选购服务，筛选优质供方企业，保障产品品质。

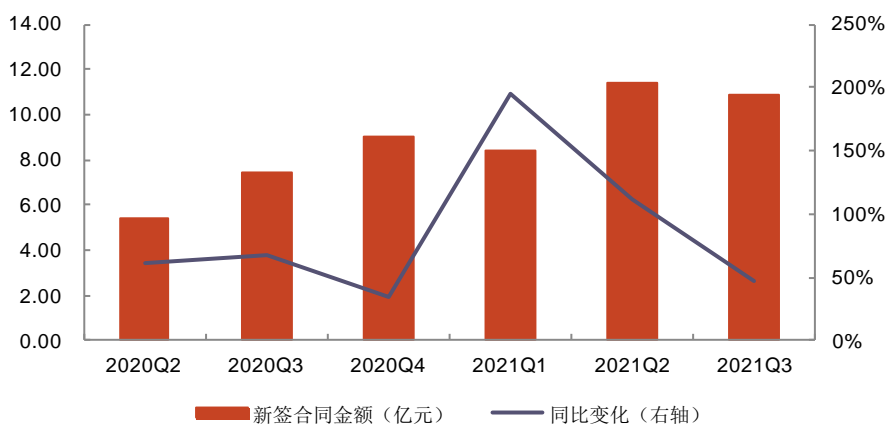
3.2、平台优势明显，新业务规模快速放量

2019 年万郡绿建涵盖了装配式建筑、建筑工程、设施设备、装饰装修、园林景园等 5 个一级类目，62 个二级类目，385 个三级类目的全产业链材料，拥有线上商城和线下 23 万平方米的产品展示中心，具有 12000 个展位，可容纳 9000 家左右供方企业的产品展示以及一站式看货服务。截至 2020 年末，万郡绿建已积累供方企业 3000 余家，大型需方企业百余家，成为建材行业唯一的产业+互联网双主业公司。

万郡绿建的新业务快速放量，经营状况稳中向好，平台优势不断扩大。

2020Q2-2021Q3，万郡绿建季度新签合同金额略有波动，但是总体保持快速增长的趋势。2021 前三季度，万郡绿建新签订单金额已达到 30.78 亿元，同比增长 96.69%。

图 15：2020Q2-2021Q3 万郡绿建新签合同金额及增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所

重点培育平台影响力，进一步提升建筑产业物联网领域品牌影响力

公司自 2020 年起将万郡绿建定位为重要培育对象，依托于万郡绿建业务开展，以增强公司的整体品牌优势。2020 年 9 月，以“打造工业强引擎、构建产业新生态、引领经济高质量”为主题的 2020 第二届全球工业互联网大会在乌镇召开，万郡绿建受邀参会并获“2020 中国建筑产业工业互联网最具影响力企业”与“2020 中国建筑产业工业互联网明星平台”奖项。

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

建筑业：建筑业（钢结构业务）是公司的基础业务，由于受疫情影响，20年部分项目收入确认推迟到了21年，预计21年该项业务收入将恢复较快增长。预测该业务21-23年收入增速分别为35%、30%、25%。考虑到21年上半年钢价上涨较快会压低工程业务毛利率，随着钢价企稳，该业务毛利率有望逐步恢复到正常水平，预测公司该业务21-23年毛利率分别为12.50%、13.50%、14.00%。

服务业：随着万郡绿建平台交易量提升，公司服务业收入有望保持快速增长，预测公司该业务21-23年收入增速分别为100%、50%、30%。由于该业务处于快速成长期，随着规模效应逐渐显现，固定成本有望逐步摊薄，毛利率或有提升空间，预测公司该业务21-23年毛利率分别为15.00%、16.00%、17.00%。

工业：公司工业板块产品主要以新型建材为主，主要产品为压蒸无石棉纤维素纤维水泥平板和钢筋桁架楼承板，由于受工厂搬迁影响及疫情影响，20年该项业务收入下滑明显，预计21-23年该项业务收入将逐步恢复至接近19年的收入水平，预测21-23年收入增速分别为70%、10%、5%。随着收入规模恢复，预计毛利率水平将恢复至接近19年的水平，预测该业务21-23年毛利率为9.00%。

其他业务：公司其他业务主要为战略合作业务，公司以专利技术、品牌、管理方法、战略投资、运营服务等资源对外输出收取相应费用。随着合作基地在全国布局趋近饱和，预计该项业务收入增速将持续负增长。预测公司其他业务21-23年收入增速为-10%。随着收入规模下滑，预计该项业务的毛利率也将逐步下滑，预测公司其他业务21-23年毛利率分别为58.00%、54.00%、50.00%。

表 7：公司分业务收入预测（百万元）

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
建筑业					
收入	5589.14	6214.47	8389.54	10906.40	13633.00
yoy	29.24%	11.19%	35.00%	30.00%	25.00%
毛利率	15.30%	14.77%	12.50%	13.50%	14.00%
服务业					
收入	117.72	581.18	1162.35	1743.53	2266.58
yoy	338.83%	393.67%	100.00%	50.00%	30.00%
毛利率	6.10%	14.01%	15.00%	16.00%	17.00%
工业					
收入	135.78	67.77	115.21	126.74	133.07
yoy	3.12%	-50.08%	70.00%	10.00%	5.00%
毛利率	9.50%	3.09%	9.00%	9.00%	9.00%
其他业务					
收入	333.35	292.58	263.32	236.99	213.29
yoy	-59.95%	-12.23%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
毛利率	27.51%	61.94%	58.00%	54.00%	50.00%
营业总收入					
收入	6633.07	8138.76	9930.43	13013.65	16245.95
yoy	7.26%	22.70%	22.01%	31.05%	24.84%
毛利率	17.78%	17.78%	13.96%	14.53%	14.85%

资料来源：wind、光大证券研究所预测，表格中2019-2020各项业务收入之和与营业总收入之间的差异来自于房地产业务收入，由于房地产业务已于20年9月完成剥离，因此收入预测表中未列出房地产业务收入

4.2、盈利预测

根据上述关键假设，我们预计公司 21-23 年收入分别为 99.30 亿元 (+22.01%)、130.14 亿元 (+31.05%)、162.46 亿元 (+24.84%)。预计公司 21-23 年净利润分别为 4.73 亿元 (-34.73%)、5.84 亿元 (+23.68%)、7.99 亿元 (+36.71%)，对应 EPS 分别为 0.22 元、0.27 元、0.37 元。

表 8：公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	6,633.07	8,138.76	9,930.43	13,013.65	16,245.95
营业收入增长率	7.26%	22.70%	22.01%	31.05%	24.84%
净利润 (百万元)	468.92	723.93	472.54	584.43	798.97
净利润增长率	-17.44%	54.38%	-34.73%	23.68%	36.71%
EPS (元)	0.22	0.34	0.22	0.27	0.37
ROE (归属母公司) (摊薄)	13.42%	17.85%	10.99%	12.32%	14.89%
P/E	20	13	20	16	12
P/B	2.7	2.4	2.2	2.0	1.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-1-5

4.3、估值与评级

我们选取主营业务同样为钢结构工程的东南网架、富煌钢构以及钢结构加工制造公司鸿路钢构作为可比公司，2021E-2023E 可比公司目前 PE 分别为 20.9/16.8/13.6x，公司目前 2021E-2023E 的 PE 分别为 20.2/16.3/11.9x，略低于可比公司 PE 均值。

我们看好公司在钢结构主业的竞争优势，也看好公司万郡绿建服务平台的快速发展为公司带来新的收入增长点。我们预测 2021-2023 年公司归母净利润分别为 4.73 亿元、5.84 亿元、7.99 亿元，现价对应 2021 年动态市盈率为 20x，首次覆盖给予“增持”评级。

表 9：可比公司估值比较

公司名称	收盘价 (元)		EPS (元)			PE (X)				市值 (亿元)
	2022.1.5	20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	
东南网架 (002135.SZ)	11.46	0.26	0.58	0.72	0.89	43.8	19.7	15.8	12.9	118
富煌钢构 (002743.SZ)	7.40	0.31	0.35	0.44	0.58	24.2	21.0	17.0	12.8	32
鸿路钢构 (002541.SZ)	50.16	1.53	2.32	2.88	3.34	33.3	21.9	17.7	15.2	266
平均						33.8	20.9	16.8	13.6	
杭萧钢构 (600477.SH)	4.43	0.34	0.22	0.27	0.37	13.2	20.2	16.3	11.9	95

资料来源：wind，光大证券研究所整理，注：杭萧钢构、鸿路钢构 21-23 年 EPS 为光大证券研究所预测，其他公司 EPS 为 wind 一致预期

5、风险分析

下游钢结构需求不及预期风险

下游钢结构需求不及预期或将导致公司钢结构销量增速放缓，行业竞争加剧将挤压公司毛利率。

上游钢价大幅上涨风险

上游钢铁原材料价格大幅上涨将会挤压公司毛利率，并抑制下游对钢结构的需求，进而导致公司钢结构业务收入增速放缓。

订单执行不及预期风险

若已签工程订单执行进度不及预期，将会影响公司钢结构业务收入增速，进而影响公司整体收入增速。

产能建设进度不及预期风险

若公司产能建设进度不及预期，公司能承担的业务规模将低于预期，进而影响到收入增速。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	6,633	8,139	9,930	13,014	16,246
营业成本	5,454	6,692	8,544	11,123	13,833
折旧和摊销	89	109	130	136	142
税金及附加	40	89	77	99	121
销售费用	137	162	175	225	275
管理费用	243	293	350	450	550
研发费用	252	315	358	460	562
财务费用	46	56	78	75	60
投资收益	-16	108	0	0	0
营业利润	550	906	563	688	941
利润总额	547	905	563	688	940
所得税	67	153	90	103	141
净利润	480	752	473	584	799
少数股东损益	11	28	0	0	0
归属母公司净利润	469	724	473	584	799
EPS(元)	0.22	0.34	0.22	0.27	0.37

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	142	-14	368	788	929
净利润	469	724	473	584	799
折旧摊销	89	109	130	136	142
净营运资金增加	75	-2,491	464	267	343
其他	-490	1,643	-699	-199	-355
投资活动产生现金流	11	90	-115	-150	-150
净资本支出	141	68	-123	-150	-150
长期投资变化	75	54	0	0	0
其他资产变化	-205	-32	8	0	0
融资活动现金流	-189	-236	-122	-412	-543
股本变化	364	0	0	0	0
债务净变化	-85	166	140	-269	-385
无息负债变化	684	-556	357	919	880
净现金流	-38	-163	131	225	236

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	17.8%	17.8%	14.0%	14.5%	14.9%
EBITDA 率	9.3%	9.2%	5.8%	6.4%	6.7%
EBIT 率	7.9%	7.8%	4.5%	5.3%	5.8%
税前净利润率	8.2%	11.1%	5.7%	5.3%	5.8%
归母净利润率	7.1%	8.9%	4.8%	4.5%	4.9%
ROA	5.5%	8.4%	4.9%	5.4%	6.7%
ROE (摊薄)	13.4%	17.9%	11.0%	12.3%	14.9%
经营性 ROIC	12.6%	40.5%	22.3%	31.6%	38.3%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	58%	53%	54%	54%	53%
流动比率	1.23	1.33	1.38	1.45	1.55
速动比率	0.55	1.18	1.21	1.25	1.32
归母权益/有息债务	3.28	3.30	3.14	4.31	7.50
有形资产/有息债务	7.94	6.87	6.70	9.29	15.79

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	8,783	8,965	9,708	10,800	11,919
货币资金	731	595	726	951	1,187
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	1,537	1,057	1,392	1,850	2,309
应收票据	2	66	81	106	132
其他应收款 (合计)	81	94	129	170	212
存货	3,468	662	852	1,111	1,383
其他流动资产	164	111	122	141	160
流动资产合计	6,238	6,106	6,883	7,995	9,141
其他权益工具	695	775	775	775	775
长期股权投资	75	54	54	54	54
固定资产	1,092	1,073	1,019	966	911
在建工程	71	131	151	166	177
无形资产	173	278	322	365	407
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	249	250	242	242	242
非流动资产合计	2,544	2,859	2,824	2,805	2,778
总负债	5,112	4,722	5,219	5,869	6,364
短期借款	1,033	1,201	1,291	971	537
应付账款	1,847	2,154	2,530	3,030	3,467
应付票据	379	428	547	712	886
预收账款	1,415	1	1	1	2
其他流动负债	128	243	319	449	586
流动负债合计	5,063	4,596	4,999	5,525	5,893
长期借款	29	0	50	100	150
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	20	123	166	240	318
非流动负债合计	49	126	219	343	471
股东权益	3,670	4,242	4,489	4,932	5,555
股本	2,154	2,154	2,154	2,154	2,154
公积金	417	536	583	641	721
未分配利润	956	1,378	1,577	1,962	2,505
归属母公司权益	3,495	4,055	4,301	4,744	5,368
少数股东权益	175	188	188	188	188

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	2.07%	1.99%	1.77%	1.73%	1.70%
管理费用率	3.67%	3.60%	3.53%	3.46%	3.39%
财务费用率	0.69%	0.69%	0.79%	0.58%	0.37%
研发费用率	3.81%	3.87%	3.60%	3.53%	3.46%
所得税率	12%	17%	16%	15%	15%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.10	0.11	0.07	0.08	0.11
每股经营现金流	0.07	-0.01	0.17	0.37	0.43
每股净资产	1.62	1.88	2.00	2.20	2.49
每股销售收入	3.08	3.78	4.61	6.04	7.54

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	20	13	20	16	12
PB	2.7	2.4	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	17.3	14.9	19.3	13.2	9.7
股息率	2.3%	2.4%	1.5%	1.8%	2.5%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE