

精工钢构 (600496)

火车站和机场建设是未来主要增长点

2008 年报点评

韩其成

021-38676162

hanqicheng@gtjas.com

本报告导读：火车站和机场建设驱动增长，1 年目标价格 8 元，谨慎增持。

投资要点：

- 2008 实现营业收入 46 亿元（年初目标 40 亿元）、同增 47%，净利润 1.3 亿元、同增 28%，EPS 为 0.36 元。钢结构承接额 56 亿元、同增 44%。具有钢结构 50 万吨生产能力，2008 全年产量 34 万吨。
- 中厚板为主的钢材占公司总成本 60%以上，2008 年钢价上升导致公司钢结构产品毛利率下降 2.6 个百分点。其中轻型钢结构、空间大跨度钢结构、多高层钢结构下降 2.6、3.9、2.3 个百分点。
- 出售“水墨澜庭”超轻钢别墅项目确认投资收益 1800 万元、剩余 1200 万左右在 2009 年度确认。收购少数股东权益使得少数股东损益同比下降 86%，本期无递延所得税资产事项所得税率恢复到 17%水平。
- 考虑到钢材等价格下降，公司计划 2009 年实现收入 44 亿元、同比下降 4%，将三项费用控制在 3.5 亿元、同比下降 8%。我们预期公司 2009-2010 年 EPS 为 0.45、0.61 元，同增 25%、35%。
- “十一五”国家将投资 1500 亿元新建或改建 548 座客站，并在全建成六大枢纽性的客运中心和十大区域性客运中心。已经开展前期工作的有 210 多座。2009-2010 未来两年国家计划分别新开工 40、20 多个支线机场工程，投资将分别达到 2000、2500 亿元。
- 2009 年公司将承接项目火车站、机场项目作为重要战略，并向虚拟工厂转型以实现潜在产能扩展，同时申请钢结构总承包。预期未来两年公司在基建领域订单和收入增长将获得突飞猛进发展。
- 钢材价格下降亦有助于公司把毛利率水平恢复到 2007 年 14%左右水平。1 年内目标价格 8 元，谨慎增持。潜在风险是轻钢领域的工业和房地产项目承接下滑超出预期、而基建承接木有想象乐观。

财务摘要（百万元）	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	3,130	4,588	4,399	4,917	5,600
(+/-)%	45.2%	46.6%	-4.1%	11.8%	13.9%
经营利润（EBIT）	151	200	247	308	379
(+/-)%	5%	32%	24%	25%	23%
净利润	98	125	156	211	262
(+/-)%	46%	28%	24%	35%	24%
每股净收益（元）	0.43	0.36	0.45	0.61	0.76
每股股利（元）	0.03	0.00	0.09	0.12	0.15

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率（%）	5%	4%	6%	6%	7%
净资产收益率（%）	13%	15%	16%	19%	19%
投入资本回报率（%）	11%	12%	14%	15%	15%
EV/EBITDA	4.5	3.4	2.8	2.3	1.9
市盈率	15.0	17.5	14.1	10.4	8.4
股息率（%）	0.5%	0.0%	1.4%	1.8%	2.3%

评级：谨慎增持

上次评级：谨慎增持

目标价格：¥8.00

上次预测：¥14.00

当前价格：¥6.37

2009.03.03

交易数据

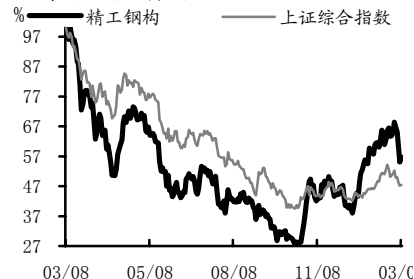
52 周内股价区间（元）	2.90 ~ 17.35
总市值（百万元）	2,198
总股本/流通 A 股（百万股）	345/345
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	1.00
日均成交量（百万股）	6.3
日均成交值（百万元）	39.8

资产负债表摘要（12/08）

股东权益（百万元）	766
每股净资产	3.33
市净率	1.91
净负债率	56%

EPS（元）	2008A	2009E
Q1	0.04	0.05
Q2	0.10	0.13
Q3	0.06	0.08
Q4	0.17	0.19
全年	0.36	0.45

52 周内股价走势图



升幅（%）	1M	3M	12M
绝对升幅	-7.7	16.6	-43.2
相对指数	-9.2	10.1	9.6

相关报告

更具抗震作用钢结构住宅下半年预售

2008.05.22

模型更新时间: 2009.03.02

股票研究

金属制品业
金属制品业

精工钢构(600496)

评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: ¥ 8.00

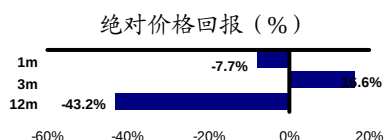
上次预测: ¥ 14.00

当前价格: ¥ 6.37

公司网址:
www.600496.com

公司简介

是一家集建筑钢结构研发设计、制作、安装于一体的大型钢结构上市公司。公司承接了百余项“重、大、难、新、外”的建筑钢结构精品工程: 其中包括目前世界最高建筑—101 层的上海环球金融中心, 北京奥运会主会场——国家体育场“鸟巢”工程。



52 周价格范围 2.90~17.35
市值 (百万) 2,198

财务预测 (单位: 百万元)

	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E
损益表							
主营业务收入	1,597	2,156	3,130	4,588	4,399	4,917	5,600
主营业务成本	1,345	1,834	2,696	4,048	3,830	4,249	4,810
税金及附加	13	17	26	29	28	31	36
主营业务利润	239	305	408	511	541	637	754
其他业务利润	6	6	58	2	0	0	0
营业费用	39	53	76	121	114	128	146
管理费用	102	102	123	188	180	201	229
EBIT	104	144	151	200	247	308	379
财务费用	41	38	45	73	75	73	86
营业利润	63	106	107	126	172	235	293
所得税	6	17	2	26	33	44	55
少数股东损益	11	21	33	5	6	8	10
净利润	45	67	98	125	156	211	262
资产负债表							
2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	
货币资金、短期投资	363	573	582	542	548	560	633
其他流动资产	928	1,151	2,165	2,280	2,186	2,444	2,783
长期投资	40	35	19	56	70	88	110
固定资产合计	338	429	701	800	873	953	1,041
无形及其他资产	61	65	136	190	219	257	305
资产合计	1,731	2,261	3,651	3,911	3,936	4,347	4,923
流动负债	1,292	1,406	2,618	2,998	2,861	3,082	3,395
长期负债	53	19	121	48	77	91	135
股东权益	310	745	766	838	964	1,134	1,346
投入资本(IC)	501	791	1,355	1,334	1,421	1,751	2,130
现金流量表							
2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	
NOPLAT	94	120	149	166	205	257	316
折旧与摊销	25	43	50	63	75	82	89
流动资金增量	(23)	195	222	(175)	(14)	212	243
资本支出	39	138	392	217	176	200	225
自由现金流	104	(170)	(415)	187	118	(74)	(63)
经营现金流	152	65	26	164	158	(6)	7
投资现金流	(67)	(80)	(385)	(201)	(176)	(200)	(225)
融资现金流	(70)	180	234	9	(197)	39	20
现金流净增加额	15	164	(126)	(28)	(215)	(167)	(198)
财务指标							
2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	
成长性							
收入增长率	35.5%	35.0%	45.2%	46.6%	-4.1%	11.8%	13.9%
EBIT 增长率	34.5%	38.5%	5.0%	31.9%	23.6%	24.9%	23.0%
净利润增长率	125.0%	49.5%	46.0%	27.9%	24.5%	34.9%	24.4%
利润率							
毛利率	15.8%	15.0%	13.9%	11.8%	12.9%	13.6%	14.1%
EBIT 率	6.5%	6.7%	4.8%	4.4%	5.6%	6.3%	6.8%
净利润率	2.8%	3.1%	3.1%	2.7%	3.5%	4.3%	4.7%
收益率							
净资产收益率(ROE)	14.5%	9.0%	12.8%	15.0%	16.2%	18.6%	19.5%
总资产收益率(ROA)	2.6%	3.0%	2.7%	3.2%	4.0%	4.8%	5.3%
投入资本回报率	18.8%	15.2%	11.0%	12.5%	14.5%	14.6%	14.8%
运营能力							
存货周转天数	120.2	117.6	98.5	86.9	105.7	98.8	98.5
应收账款周转天数	62.39	69.37	140.43	78.50	78.50	78.50	78.50
总资产周转天数	395.6	382.8	425.7	311.1	326.6	322.6	320.9
净利润现金含量	3.38	0.96	0.26	1.31	1.01	-0.03	0.03
资本支出/收入	2%	6%	13%	5%	4%	4%	4%
偿债能力							
资产负债率	77.7%	63.0%	75.0%	77.9%	74.6%	73.0%	71.7%
净负债率	50.2%	-3.5%	55.6%	55.6%	41.2%	48.7%	50.5%
估值比率							
PE	13.7	19.2	15.0	17.5	14.1	10.4	8.4
PB	2.0	1.7	1.9	2.6	2.3	1.9	1.6
P/S	0.4	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	6.28	4.34	4.46	3.41	2.79	2.30	1.91
股息率	1.8%	0.0%	0.5%	0.0%	1.4%	1.8%	2.3%

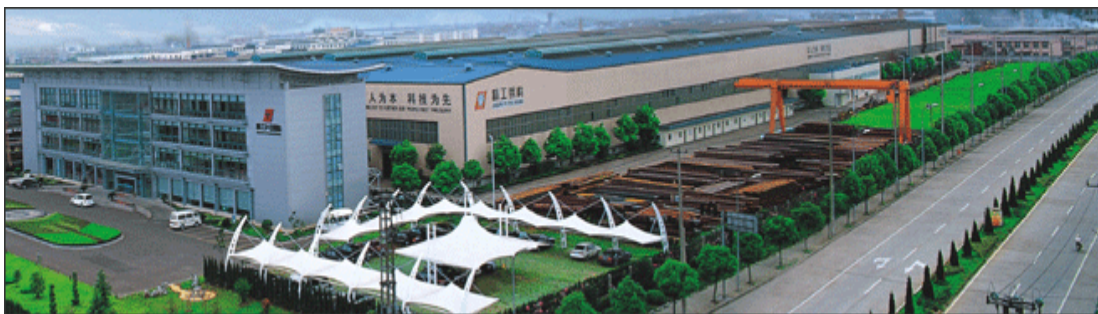
表 1: 公司盈利预测关键假设

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
收入					
钢结构工程	2725	4080	3790	4217	4794
轻型钢结构	1291	2174	1847	2032	2337
空间大跨度钢结构	551	874	961	1105	1216
多高层钢结构	884	1033	981	1079	1241
建材及其他	395	508	609	701	806
板块合计	3121	4588	4399	4917	5600
增速					
钢结构工程	46%	50%	-7%	11%	14%
轻型钢结构	105%	68%	-15%	10%	15%
空间大跨度钢结构	-42%	59%	10%	15%	10%
多高层钢结构	253%	17%	-5%	10%	15%
建材及其他	38%	28%	20%	15%	15%
板块合计	45%	47%	-4%	12%	14%
占比					
钢结构工程	87%	89%	86%	86%	86%
轻型钢结构	41%	47%	42%	41%	42%
空间大跨度钢结构	18%	19%	22%	22%	22%
多高层钢结构	28%	23%	22%	22%	22%
建材及其他	13%	11%	14%	14%	14%
板块合计	100%	100%	100%	100%	100%
毛利					
钢结构工程	400	492	512	603	714
轻型钢结构	184	255	240	274	327
空间大跨度钢结构	101	126	154	188	219
多高层钢结构	115	111	118	140	168
建材及其他	32	48	57	66	76
板块合计	432	540	569	669	790
占比					
钢结构工程	93%	91%	90%	90%	90%
轻型钢结构	43%	47%	42%	41%	41%
空间大跨度钢结构	23%	23%	27%	28%	28%
多高层钢结构	27%	21%	21%	21%	21%
板块合计	100%	100%	100%	100%	100%
毛利率					
钢结构工程	14.7%	12.1%	13.5%	14.3%	14.9%
轻型钢结构	14.3%	11.7%	13.0%	13.5%	14.0%
空间大跨度钢结构	18.2%	14.4%	16.0%	17.0%	18.0%
多高层钢结构	13.1%	10.8%	12.0%	13.0%	13.5%
建材及其他	8.0%	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%
板块合计	13.8%	11.8%	12.9%	13.6%	14.1%
净利润	98	125	156	211	262
净利润增速	46.0%	27.9%	24.5%	34.9%	24.4%
每股收益 (EPS)	0.43	0.36	0.45	0.61	0.76

数据来源：长江精工，国泰君安证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

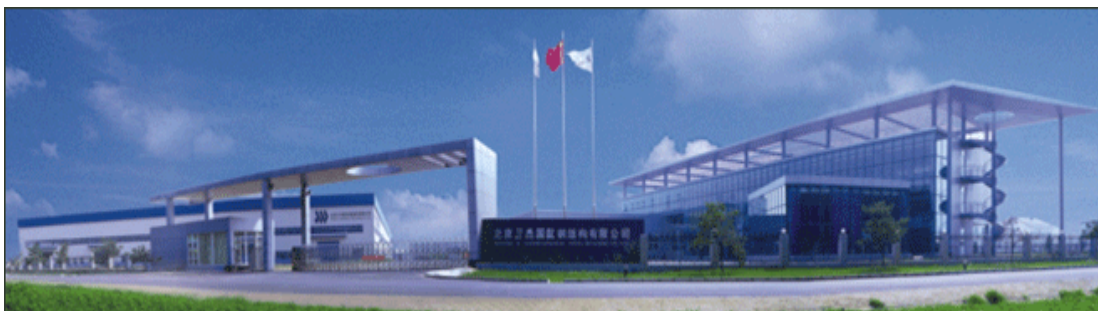
○ 浙江基地



○ 安徽基地



○ 北京基地



○ 湖北基地



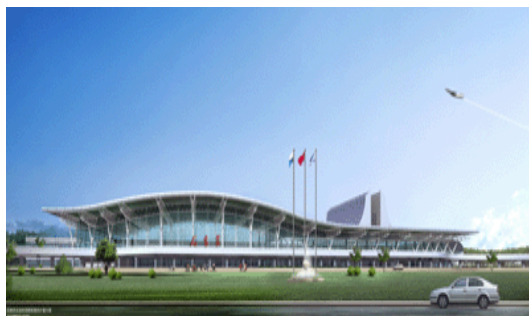
○ 广东基地



(一) 空间工程

石家庄市正定机场

国家体育馆钢结构工程



国家奥林匹克体育场(鸟巢)工程

三亚美丽之冠会展中心



(二) 重钢工程

上海环球金融中心

北京银泰中心大厦



浙江日报社采编大楼

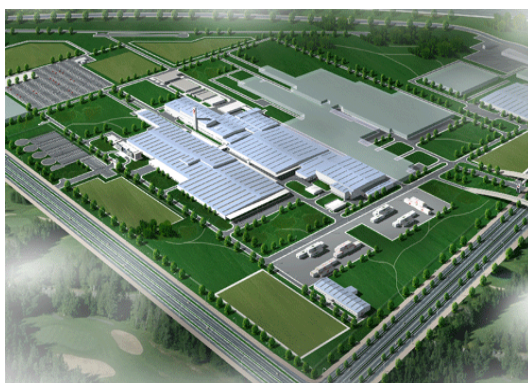
广东博物馆



(三) 轻钢工程

广州丰田汽车车间

黄海制药



衡阳特变电工衡阳变压器

西安海天科技



(四) 钢结构住宅

上海嘉定别墅

南京玛斯兰德别墅



作者简介:

韩其成: 建材、建筑行业研究员。上海财经大学投资经济学硕士, 山科大采矿工程学学士。
2005 年进入国泰君安证券研究所。

2008 年新财富最佳分析师非金属建材第三名, 入围建筑与工程行业。2008 年水晶球奖最佳分析师非金属建材第三名。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易, 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。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;
谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;
中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;
减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;
中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;
减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com